

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ - TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Hodnocení finanční výkonnosti vybrané společnosti v odvětví zpracovatelského průmyslu
The Financial Performance Evaluation of Selected Company in the Manufacturing Industry

Student: Bc. Filip Lessl

Vedoucí diplomové práce: prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová

Ostrava 2017

Zadání diplomové práce

Student:

Bc. Filip Lessl

Studijní program:

N6202 Hospodářská politika a správa

Studijní obor:

6202T010 Finance

Téma:

Hodnocení finanční výkonnosti vybrané společnosti v odvětví
zpracovatelského průmyslu
The Financial Performance Evaluation of Selected Company in the
Manufacturing Industry

Jazyk vypracování:

čeština

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Přístupy a hodnocení finanční výkonnosti podniku
 3. Analýza finanční výkonnosti vybraného podniku
 4. Zhodnocení provedené analýzy a návrhy opatření
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

- DAMODARAN, Aswath. *Applied Corporate Finance*. 3rd ed. Hoboken: Wiley, 2011. 738 s. ISBN 978-0-470-38464-0.
- DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. rozšř. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová**

Datum zadání: 18.11.2016

Datum odevzdání: 21.04.2017



Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry

prof. Dr. Ing. Zdeněk Zmeškal
děkan fakulty

„Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh vypracoval samostatně. Přílohy č. 1 až 5, dané mi k dispozici, jsem samostatně doplnil.“

V Ostravě dne 21.4.2017

..... 

Bc. Filip Lessl

Poděkování

Děkuji tímto vedoucí mé diplomové práce, prof. Dr. Ing. Daně Dluhošové za poskytnuté odborné rady, cenné připomínky a odborné vedení při zpracování této diplomové práce.

Obsah

1. ÚVOD	5
2. PŘÍSTUPY A HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI PODNIKU	7
2.1 POJEM VÝKONNOST PODNIKU	7
2.2 UKAZATELE MĚŘENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU	8
2.2.1 Účetní ukazatele výkonnosti	9
2.2.2 Ekonomické ukazatele výkonnosti	9
2.2.3 Tržní ukazatele výkonnosti	11
2.3 FINANČNÍ ANALÝZA	12
2.3.1 Metody finanční analýzy	12
2.3.3 Poměrová analýza	13
2.4 SOUHRNNÉ MODELÝ HODNOCENÍ FINANČNÍ ÚROVNĚ	22
2.4.1 Altmanovy modely	22
2.4.2 Tafflerův model	24
2.4.3 Beaverův model	24
2.4.4 Kralickuv Quick-test	24
2.4.5 Tamariho model	25
2.4.6 Indexy IN	25
2.5 EVA JAKO MĚŘÍTKO FINANČNÍ PODNIKOVÉ VÝKONNOSTI	27
2.5.1 Výpočet ekonomické přidané hodnoty	27
2.5.2 Stanovení nákladů kapitálu	29
2.6 PYRAMIDOVÉ ROZKLADY FINANČNÍCH UKAZATELŮ	34
2.6.1 Pyramidový rozklad vrcholových ukazatelů ROE a EVA	35
2.7 ANALÝZA ODCHYLEK	36
2.7.1 Metody rozkladu pro multiplikační vazbu	37
2.7.2 Analýza citlivosti vlivů	39
3. ANALÝZA FINANČNÍ VÝKONNOSTI VYBRANÉHO PODNIKU	40
3.1 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI XY	40
3.2 HORIZONTÁLNĚ – VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VÝKAZŮ SPOLEČNOSTI	41
3.2.1 Horizontálně-vertikální analýza rozvahy	42
3.2.1 Horizontálně-vertikální analýza výkazu zisku a ztráty	46
3.3 ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ	48
3.3.1 Analýza vývoje ukazatelů rentability	48
3.3.2 Analýza vývoje ukazatelů likvidity	52
3.3.3 Analýza vývoje ukazatelů finanční stability a zadluženosti	54
3.3.4 Analýza vývoje ukazatelů aktivity	59
3.3.5 Analýza vývoje ukazatelů kapitálového trhu	62
3.5 SOUHRNNÉ MODELÝ HODNOCENÍ FINANČNÍ ÚROVNĚ PODNIKU	64
3.5.1 Altmanův model	64
3.5.3 Taflerův model	65
3.5.2 Beaverův model	66
3.5.4 Kralickuv Quick-test	67
3.5.5 Indexy IN	68
3.6 ZHODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI NA ZÁKLADĚ UKAZATELE EVA	70
3.6.1 Stanovení nákladů kapitálu	70

3.6.2 Stanovení ekonomické přidané hodnoty EVA	72
3.7 PYRAMIDOVÝ ROZKLAD UKAZATELE EVA	74
3.8 ANALÝZA CITLIVOSTI VLIVŮ	79
3.9 SROVNÁNÍ SPOLEČNOSTI S ODVĚTVÍM NA ZÁKLADĚ VYBRANÝCH UKAZATELŮ	80
4. ZHODNOCENÍ PROVEDENÉ ANALÝZY A NÁVRHY OPATŘENÍ	85
5. ZÁVĚR.....	91
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	93
SEZNAM ZKRATEK	95
PROHLÁŠENÍ O VYUŽITÍ VÝSLEDKŮ DIPLOMOVÉ PRÁCE	
SEZNAM PŘÍLOH	

1. Úvod

Výkonnost podniku je obecně charakterizována jako schopnost podniku zhodnocovat vložené zdroje. Pojetí výkonnosti se odvíjí od cílů podnikání, a tudíž bývá nečastější interpretována jako její ziskovost. V tradiční koncepci je výkonnost podniku měřena účetním hospodářským výsledkem. Tato koncepce má své nevýhody z titulu, že ukazatelé ziskovosti nezohledňují časovou hodnotu peněz, podstupované riziko a při sestavení konečného výsledku hospodaření mohou účetní postupy vést k určitému zkreslení výsledků. Nová koncepce řízení hodnoty ale tyto nedostatky zapracovává do svých nových nástrojů měření a řízení výkonnosti podniku. Tento přístup je hodnotově orientovaným řízením, kdy cílem je zvyšovat schopnost vytvářet hodnotu pro akcionáře.

Cílem této diplomové práce je zjištění, posouzení a zhodnocení finanční výkonnosti vybrané společnosti za období 2011-2015 prostřednictvím poměrových ukazatelů finanční analýzy, bankrotních a bonitních modelů a ukazatele ekonomické přidané hodnoty včetně identifikace vlivů na ukazatel EVA v jednotlivých letech a analýzy citlivosti. Pro tuto práci byla vybrána reálná společnost, která však z důvodu obchodního tajemství nechce být jmenována. Proto tuto práci bude analyzovaná společnost označována jako XY.

Práce je složena z pěti kapitol, kde první kapitola je věnována úvodu a pátá kapitola závěru. Druhá kapitola je teoretická a je věnována popisu přístupu a hodnocení finanční výkonnosti. V úvodu této kapitoly bude nejprve obecně popsána výkonnost, včetně přístupů k jejímu měření. Následně bude objasněna finanční analýza na základě poměrových ukazatelů, včetně horizontální a vertikální analýzy a souhrnné modely hodnocení finanční úrovně. Poté bude detailní pozornost věnována ukazateli ekonomické přidané hodnoty, včetně nákladům kapitálu. V samotném závěru kapitoly pak bude proveden pyramidový rozklad vrcholového ukazatele EVA, včetně citlivostní analýzy.

V úvodu třetí stěžejní kapitoly bude nejprve stručně představena samotná společnost XY a to od její historie až po současnost. Poté bude provedena horizontálně-vertikální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty a pak poměrové ukazatele finanční analýzy. Následně bude zhodnocena finanční výkonnost společnosti, a to nejdříve na základě modelů finanční úrovně a vzápětí pak pomocí ukazatele ekonomické přidané hodnoty, která bude vypočtena na bázi zúženého hodnotového rozpětí. Před samotným výpočtem ekonomické přidané hodnoty, budou vyčísleny náklady na vlastní kapitál, a to pomocí stavebnicového modelu a tržního modelu CAPM. Dále bude proveden rozklad vrcholového ukazatele EVA, a to pomocí

funkcionální a integrální metody, na základě nichž budou zjištěny vlivy dílčích ukazatelů působící na analyzovaný ukazatel. V samotném závěru této kapitoly proběhne srovnání zjištěných hodnot společnosti s odvětvím.

Čtvrtá kapitola diplomové práce obsahuje zhodnocení provedené analýzy a návrhy opatření.

2. Přístupy a hodnocení finanční výkonnosti podniku

Kapitola je zaměřena zejména na charakteristiku metod a rovněž i přístupů v rámci finanční výkonnosti podniku. V úvodu této teoretické části je nejprve popsáno samotné pojetí finanční výkonnosti podniku včetně ukazatelů měřících samotnou výkonnost, dále finanční analýza zahrnující jak horizontální a vertikální analýzu, tak i popis poměrových ukazatelů, jejichž smyslem je zhodnotit a posoudit danou finanční situaci podniku. Následuje popis souhrnných modelů hodnotících výkonnosti, ekonomické přidané hodnoty a postupu stanovení nákladů na kapitál. V závěru teoretické části práce bude popsán rozklad pyramidových rozkladů finančních ukazatelů, a to včetně i citlivostní analýzy.

V této kapitole bude čerpáno zejména z publikací Dluhošová (2010), Mařík a Maříková (2005) a Damodaran (2011).

2.1 Pojem výkonnost podniku

Zvyšování výkonnosti je obecně považováno za hlavní cíl finančního řízení každého podniku. Pojem výkonnost je nejčastěji definován jako schopnost zhodnocení vloženého kapitálu jednotlivými vlastníky ve srovnání s možnostmi alternativního využití tohoto kapitálu pro jiné účely. Je ovšem důležité si uvědomit, že na výkonnost podniku lze pohlížet z různých pohledů, a to z pohledu vlastníků či manažerů, neboť obě dvě skupiny sledují trochu odlišné zájmy a cíle. Ovšem publikace *Damodaran (2011)* uvádí, že nejlepším způsobem pohlížení na výkonnost je brát v úvahu zájmy všech zainteresovaných stran, což tak více odpovídá moderní společnosti. Tento ucelený pohled (koncepce) na výkonnost je známý jako *Balanced Scorecards*. Dalšími zainteresovanými subjekty jsou dle něj samotní zaměstnanci či společnost jako taková. Z pohledu zaměstnanců jsou důležitá rozhodnutí managementu, která mívají často sociální důsledky a vypořádání s nimi není lehké. Vlastníci firmy, jejichž cílem je maximalizace zisku, implicitně předpokládají, že sociální náklady jsou natolik triviální, že mohou být jimi ignorovány nebo jejich chybějící evidence neumožňuje jejich zaúčtování. Další důležitou skupinou, která vnímá společnost jako celek jsou zákazníci společnosti. Ti vnímají výkonnost na základě efektu z uspokojení potřeb z výrobku či poskytnuté služby. Podnik, jenž dokáže předvídat přání svých zákazníků, je pak v jejich očích brán jako výkonný podnik. *Balanced Scorecards* má ovšem i své nevýhody, neboť čím více je zainteresovaných stran, tím je automaticky sledováno více, které jsou odlišné. Je pak nelehké mezi jimi vybírat. Dále sledování cílů všech dotčených není někdy možné z toho důvodu, že všechny přínosy (užitky) a náklady není možné kvantifikovat.

V oblastech měření výkonnosti došlo za posledních několik let k velkému posunu (progresu). Původně byla výkonnost hodnocena především na základě růstu zisku a ziskové marže. Ovšem z důvodu technické náročnosti, rozvoje IT technologií a rostoucí informační efektivnosti kapitálových trhů, došlo k odklonění od tradičních ukazatelů, neboť tyto metody postrádají prvky moderní doby. V návaznosti na nové technologie a neustálé zvyšování podstaty kapitálových trhů tak vznikla nová koncepce řízení, a to řízení hodnoty pro vlastníka *Shareholder Value*. Na tuto koncepci, jak uvádí *Dluhošová (2010)*, lze pohlížet buď jako na měřítko výkonu, tedy jako finanční veličinu, nebo ji lze vnímat jako nejvyšší cíl podniku. V prvním případě jde hlavně o maximalizaci bohatství majitelů, akcionářů, kteří tak požadují vysoký a zároveň dlouhodobý výnos dané investice. Přitom akcionáři zohledňují možnost rizika neziskovosti investice, a proto požadují patřičně vyšší výnos, než kterého by mohli získat v rámci jiné alternativy. Pokud tomu tak není, znamená to, že se jim nepodařilo patřičně zhodnotit vložený kapitál a existence firmy by tak mohla být ohrožena. Z druhého pohledu je na firmy pohlíženo jako na nástroje pro splnění zájmů vlastníků, tedy cílem společnosti se pak stává maximalizace užitku vlastníků pomocí maximalizace majetku vlastníků.

Proti přístupu *Shareholder Value* existuje samozřejmě ekvivalent v podobě přístupu, koncepce (*Stakeholder Approach*) *Stakeholder*, kdy jsou do širšího cíle podniku kromě zájmů samotných akcionářů zahrnuty i další zájmy zainteresovaných osob, a to zaměstnanců, věřitelů apod. Rozdíl mezi *Shareholder Value* a *Stakeholder Value* je dán tím, že u *Shareholder Value* je zohlednění požadavků zákazníků nebo zájmů zaměstnanců součástí přístupu k dosažení vyššího cíle, jímž je hodnota pro akcionáře.

2.2 Ukazatele měření výkonnosti podniku

Koncepce jednotlivých přístupů měření výkonnosti, jak už bylo řečeno, je neustále ve vývoji, kdy dochází k odklonění tradičních ukazatelů nahrazením ukazatelů zahrnujících prvky kapitálových trhů. Podle publikace *Dluhošová (2010)* lze rozdělit ukazatele hodnotících výkonnost podniku na:

- účetní ukazatele výkonnosti,
- ekonomické ukazatele výkonnosti,
- tržní ukazatele výkonnosti.

Jednotlivé typy ukazatelů se od sebe odlišují na základě vlivu finančních trhů.

2.2.1 Účetní ukazatele výkonnosti

Tyto ukazatele vycházející z účetních výdajů a jejich podstatou je to, že jsou založeny na definici účetního zisku. Patří do klasického přístupu hodnotícího výkonnost. Definice účetního zisku má jistý nedostatek, jelikož není zohledněna schopnost generovat peněžní prostředky. Kromě tohoto nedostatku je dalším problémem těchto ukazatelů např. chybějící zohlednění nákladů kapitálu, nízká spojitost k vývoji na kapitálovém trhu či jistá návaznost na minulost. Mezi tradiční účetní ukazatele patří např.: čistý zisk (EAT), provozní zisk (EBIT), ukazatel čistého zisku na akcii (EPS), ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE), ukazatel rentability dlouhodobě investovaného kapitálu (ROCE), rentabilita aktiv (ROA) apod. Tyto uvedené ukazatele budou podrobněji popsány v následujících kapitolách, přesněji v podkapitole 2.3.3.

2.2.2 Ekonomické ukazatele výkonnosti

Ekonomické ukazatele vznikly z důsledku toho, že vztah vývoje rentability nemusí vždy odpovídat hodnotě podniku pro vlastníky. Na rozdíl od tradičních ukazatelů následující ukazatele zohledňují jednak časový horizont a faktor rizika, ale především veškeré náklady na investovaný kapitál. Nejvíce užívanými ekonomickými ukazateli jsou: čistá současná hodnota (NPV), ekonomická přidaná hodnota (EVA) a ukazatel CF z investic (CFROI).

Kromě těchto ukazatelů je možné pracovat i s dalšími ukazateli, jak uvádí *Kislingerová (2011)*, a to RONA a CROGA.

Čistá současná hodnota (NPV, Net Present Value) je v podstatě součet současných hodnot všech peněžních toků, jak kladných tak negativních, ke kterým dochází v průběhu živnosti podniku. Obecná formulace ukazatele vypadá následovně:

$$NPV = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1+R)^{-t} - JKV, \quad (2.1)$$

kde FCF jsou peněžní toky podniku v jednotlivých obdobích, R jsou náklady kapitálu, JKV je počáteční investice a T je doba životnosti podniku

Rozhodovací pravidlo je zde velmi jednoduché, pokud je hodnota $NPV > 0$, pak se investice akceptuje, pokud je tomu naopak, pak se projekt nerealizuje. Obecně NPV má několik důležitých vlastností, které z něj činí ukazatele znázorňující tvorbu hodnoty, pokud má ovšem analytik k dispozici patřičné data. První výhoda, jak uvádí *Damodaran (2011)*, spočívá v aditivnosti, čili NPV jednotlivých projektů se mohou sčítat a kumulovat např. v rámci jednotlivých divizí. Dále NPV umožňuje počítání se změnou diskontních sazeb během počítané doby a rovněž pracuje s náklady kapitálu jako s určitým prvkem reinvestice pro vlastníky. Určitá nevýhoda tohoto ukazatele spočívá v obtížnosti jeho výpočtu, neboť je těžké

získat potřebné informace, které běžný externí pozorovatel nemá k dispozici. Druhým nedostatkem je pak odhadnutí volných peněžních toků do budoucna

Ekonomická přidaná hodnota (EVA, Economic Value Added) je ve své podstatě vylepšený koncept, který je zaměřen jak na manažery, tak na akcionáře, jejichž zájmem je zvýšení hodnoty, ať už v podobě ekonomického zisku v případě nějakého portfolia investic nebo zvýšení celkové hodnoty podniku z pohledu vlastníka. Ekonomická přidaná hodnota tak vyjadřuje míru přebytku hodnoty nebo, jak často uvádí zahraniční literatura, nadzisku vytvořené podnikem či projektem. Lze ji vypočítat následujícím postupem:

$$EVA = (ROC - WACC) \cdot C, \quad (2.2)$$

kde ROC je výnosnost investovaného kapitálu, C vyjadřuje celkovou hodnotu podnikového kapitálu a $WACC$ jsou průměrné náklady kapitálu.

Pokud výsledná hodnota ukazatele je pozitivní, pak se podniku podařilo vytvořit novou hodnotu, jestli je ale hodnota EVA záporná, pak podnik zničil hodnotu podniku. Tento ukazatel je specifický z hlediska svého výpočtu, především hodnotou zisku v čitateli, rovněž i svou složitostí v podobě úpravy dat či výpočtu nákladů na kapitál, a proto mu bude detailněji věnována pozornost v podkapitole 2.5.

CF z investic (CF ROI, Cash flow Return on Investment) je ukazatelem, jehož podstata odpovídá koncepci ukazatele EVA, jak je uvedeno v publikaci *Mařík a Maříková (2005)* a zároveň tento ukazatel koreluje s pohyby kursů akcií. Nejedná se tedy o pouhý klasický ukazatel, ale jde v podstatě o komplexní model, jenž je založen na měřítku výkonů CF, a který lze vnímat jako nástroj k získání hodnot akcií.. Při výpočtu CF ROI je počítáno jak se vstupními investičními výdaji, tak především s příjmy generovanými během životnosti investice a v posledním roce pak navíc s likvidačním výnosem. Konkrétněji investiční výdaje někdy rovněž označované jako brutto investiční báze (BIB) se skládají ze dvou složek, a to z odepisovaných aktiv a neodepisovaných aktiv. Brutto cash flow (BCF) jsou přepočítávány nepřímou metodou, kdy smyslem je naleznutí trvale udržitelného zisku jako v případě ukazatele EVA, který je rovněž podroben řadou korekcí. Poslední důležitou věcí z hlediska výpočtu je odhad doby životnosti aktiv. Výsledná hodnota se nakonec porovná v podobě vnitřního výnosového procenta s průměrnými náklady na kapitál. Pokud je hodnota ukazatele vyšší než průměrné náklady na kapitál, tak se podniku daří tvořit hodnotu. Pokud je tomu naopak, pak u podniku dochází ke ztrátě hodnoty. Výhodou je možnost porovnání podniků s odlišnou strukturou aktiv. Za nevýhody jsou považovány předpoklad konstantního CF po

dobu životnosti dlouhodobého majetku a úprava vstupních dat. Konstrukce tohoto ukazatele je následující:

$$BIB = \frac{BCF}{(1 + CF\ ROI)^r} + \frac{NeodA_n}{(1 + CF\ ROI)^n}, \quad (2.3)$$

kdy BCF je brutto CF, n je doba životnosti, BIB je brutto investiční fáze, t jsou jednotlivé roky doby životnosti n .

2.2.3 Tržní ukazatele výkonnosti

Tržní ukazatele zohledňují hodnotu výkonnosti podniku z pohledu trhu, a tudíž jsou velmi ovlivněny situací na akciovém trhu a jeho vývojem. Tento typ ukazatelů je reprezentován především ukazatelem tržní přidané hodnoty (MVA) a také ukazatelem tržního výnosu akciového kapitálu (TSR). Obecně jsou tržní ukazatele brány jako nejlepší způsob vyjádření výkonnosti podniku.

Tržní přidaná hodnota (Market Value Added, MVA) představuje rozdíl mezi tržní a účetní hodnotou podniku, neboli porovnává tržní hodnotu s investovaným kapitálem. V případě, kdy je tržní hodnota větší než účetní, se podniku podařilo vytvořit tzv. akcionářskou hodnotu. Když je tomu naopak, pak se podniku snížila jeho hodnota. Tento ukazatel je považován za nejlepší měřítko produkované výkonosti podniku, protože kurzu akcie, který je odrazem veřejně dostupných informací akciového trhu. Podstatným problémem je nemožnost jeho použití u podniků, jejichž akcie nejsou kotovány na burze. Základní způsob výpočtu ukazatele, na základě hodnotové báze, vypadá následovně

$$MVA = MV - C, \quad (2.4)$$

kde MV je celková tržní hodnota daného podniku a C představuje celkový investovaný kapitál v rámci podniku.

Tržní výnos akciového kapitálu (TSR, Total Shareholder Return) zjišťuje relativní změny bohatství akcionářů v určitém období a odpovídá součtu kapitálového a dividendového výnosu. Výhoda ukazatele spočívá v reprezentativnosti tržní výnosnosti vlastníků na středním a dlouhodobém trhu. Naopak nevýhodou je propočet na krátké období a výslednou hodnotu ovlivňuje volatilita trhu. Výpočet ukazatele vypadá následovně:

$$TSR = \frac{C_{t+1} - C_t + DIV}{C_t}, \quad (2.5)$$

kde DIV je vyplacená dividendy na akcii a C_{t+1} (C_t) je tržní cena akcie v čase $t + 1$ (t).

2.3 Finanční analýza

Z hlediska hodnocení finanční výkonnosti je elementární věcí dobře a komplexně provedená finanční analýza, která je základním prvkem finančního řízení firmy. Hlavní úlohou je pomocí nejrůznějších metod a postupů posoudit finanční zdraví podniku. Měla by potvrdit dostatečnou sílu z hlediska fungování a měla by být schopna předpovědět finanční situaci podniku do budoucna. Finanční analýza má rovněž posloužit k identifikaci silných a slabých stránek daného podniku.

Dále slouží jako podklad pro tvorbu finančního plánu a je zájmem mnoha subjektů. Takovými subjekty mohou být jak akcionáři, vlastníci, ale také banky, obchodní partneři, zaměstnanci, státní orgány a další. V rámci objektivního posouzení lze dosažené výsledky z finanční analýzy srovnat s hodnotami dosaženými ostatními podniky v odvětví. Z hlediska zdrojů vychází finanční analýza z nejrůznějších možných výkazů a další relevantních informací. Nejdůležitějším zdrojem informací jsou výkazy finančního účetnictví jako je rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz CF. Dále jsou to výkazy vnitropodnikového účetnictví zahrnující informace o nákladech, výnosech, kalkulacích apod. Ovšem nelze opomenout i externí zdroje, jak je uvedeno v publikaci *Dluhošová (2010)*, což jsou informace obsažené v burzovních zprávách, výročních zprávách či prognózách finančních analytiků.

2.3.1 Metody finanční analýzy

Metody v rámci finanční analýzy lze členit různě. Základním členěním, jak uvádí publikace *Dluhošová (2010)*, je dělení na metody deterministické a matematicko-statistické. Deterministické metody jsou užívány v kratším časovém intervalu (horizontu) a je v nich zahrnuta horizontální-vertikální analýza, poměrová analýza, analýza soustav ukazatelů a v neposlední řadě analýza citlivosti. Do matematicko-statistických metod, které vychází zpravidla z delších časových řad, pak spadají metody, jako je regresní analýza, diskriminační analýza, analýza rozptylu či testování hypotéz v podobě t-testu či *F*-testu.

2.3.1.1 Horizontální analýza

Analýza trendů neboli horizontální analýza slouží k zhodnocení vývoje hodnot v čase a změn absolutních ukazatelů. Dané změny lze vypočítat na základě těchto vztahů:

$$\text{absolutní změna} = a_t - a_{t-1}, \quad (2.6)$$

$$\text{relativní změna} = \frac{a_t - a_{t-1}}{a_{t-1}}, \quad (2.7)$$

kde a_t je hodnota ukazatele za běžný rok a a_{t-1} je hodnota za rok předešlý.

2.3.2.2 Vertikální analýza

Východiskem pro analýzu struktury, tedy vertikální analýzu jsou, dle *Kislingarová (2011)*, absolutní ukazatele. Analýza slouží ke zjištění toho, jak velkým podílem se jednotlivé položky výkazů podílejí na celkové bilanční struktuře v čase. Jako celkovou bilanční sumu lze zde brát jednak celková aktiva či pasiva, v případě VZZ pak velikost tržeb. Dále může posloužit k mezipodnikovému srovnání či srovnání v rámci celého odvětví. Pro výpočet jak horizontální, tak vertikální analýzy jsou použity vzorce podle *Dluhošová (2010)*. Konkrétně vzorec pro vertikální analýzu vypadá následovně:

$$\text{podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i}, \quad (2.8)$$

kde U_i je hodnota dílčího ukazatele, $\sum U_i$ je hodnota souhrnného ukazatele.

2.3.3 Poměrová analýza

Standardní členění ukazatelů u finanční analýzy je na absolutní, rozdílové a poměrové. I když první dva typy ukazatelů mají doplňkový charakter dle publikace *Růčková (2015)*, tak jejich význam je opodstatněný především pro oblasti řízení oběžných aktiv, respektive řízení likvidity. Ovšem nejdůležitějším a zároveň nejužívanějším typem jsou poměrové ukazatele. Jak poukazuje *Kislingarová (2011)*, poměrové ukazatele mohou být uspořádány do určité soustavy, a to do paralelní nebo pyramidové soustavy. V rámci paralelní soustavy jsou vytvářeny skupiny ukazatelů, kdy každý z nich je zaměřen a zkoumá jinou stránku podniku. Existují tyto skupiny ukazatelů: rentability, likvidity, aktivity, zadluženosti a kapitálového trhu. U pyramidové soustavy slouží k rozkladu syntetického vybraného ukazatele, kdy podstatou dané pyramidy je vysvětlit dílčí změny chování jednotlivých ukazatelů na vývoj hodnoty zvoleného vrcholového ukazatele. Tyto ukazatele budou blíže popsány v následujícím textu.

2.3.3.1 Ukazatele rentability (Profitability Ratios)

Vypovídají o dosaženém efektu z vloženého kapitálu, který může nabývat několik forem. Na základě odlišných forem kapitálu se rentabilita dělí na: rentabilitu celkových aktiv, vlastního kapitálu a rentabilitu dlouhodobě vloženého kapitálu. U všech ukazatelů uvedených ukazatelů lze zaznamenat doporučený rostoucí trend.

Rentabilita celkových aktiv (Return On Assets, ROA) patří ke klíčovým měřítkům rentability. Odráží celkový efekt plynoucí z veškerých aktiv, a proto by bylo vhodné, aby

čitatel zahrnoval jak výnos pro vlastníky, tak pro věřitele. Tento poměr pak matematicky vypadá následovně:

$$ROA = \frac{EBIT}{Aktiva}, \quad (2.9)$$

$$ROA = \frac{EAT + úroky \cdot (1 - t)}{Aktiva}, \quad (2.10)$$

kde *EBIT* je zisk před úhradou úroků a daní, *t* je sazba daně.

Pro dosažení co možná největší komplexnosti je doporučen vzorec na bázi EBIT.

Rentabilita vlastního kapitálu (Return on Equity, ROE) poměřuje naopak pouze dosažený efekt s vlastním kapitálem a měří tak výnosnost vlastních zdrojů. Výsledná hodnota ukazatele může být, jak uvádí publikace *Dluhošová (2010)*, ovlivněna několika fakty, jako je snížení podílu vlastního kapitálu na celkovém kapitálu, vytvořením většího zisku či poklesu úrokové míry cizího kapitálu. Na základě těchto zmíněných důvodů pak může dojít k nárůstu výsledné hodnoty ukazatele. Dále zde existuje další fakt, že výsledná hodnota musí být vyšší než hodnota ROA a tzv. bezriziková přírážka. Je to z toho důvodu, že z pohledu podniku je vlastní kapitál dražší než cizí. V rámci lepší vypovídací schopnosti je pak u tohoto ukazatele prováděn pyramidový rozklad, přičemž samotný ukazatel vypadá následovně:

$$ROE = \frac{EAT}{VK}, \quad (2.11)$$

kde *EAT* vyjadřuje zisk po zdanění.

Rentabilita dlouhodobých zdrojů (Return on Capital Employed, ROCE) je ukazatelem hodnotícím investování dlouhodobých zdrojů podniku, a to jak zdrojů v podobě vlastního kapitálu, tak i cizích zdrojů v podobě dlouhodobých dluhů, pracuje se tedy se zpoplatněným kapitálem. ROCE slouží rovněž k mezipodnikovému srovnání. Výpočet ukazatele vypadá tedy následovně:

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + rezervy + dlouhodobé závazky + dlouhodobé úvěry}, \quad (2.12)$$

kde *VK* je vlastní kapitál.

Rentabilita tržeb (Return on Sales, ROS) vyjadřuje stupeň ziskovosti neboli poskytuje informaci o tom, kolik podnik dokáže vyprodukovat efektu zisku na 1 Kč tržeb. Tento ukazatel může být sestaven v několika variantách, jak napovídají následující vztahy:

$$ROS = \frac{EBIT}{Tržby}, \quad (2.13)$$

$$ROS = \frac{EAT}{Tržby}, \quad (2.14)$$

kdy výpočtem na bázi EBIT dochází k odstranění vlivů finančních nákladů, především úroků. Proto je tato varianta ukazatele vhodná pro srovnávání s ostatními podniky, jež se od sebe odlišují určitými proměnlivými podmínkami (např. odlišné využití cizího kapitálu).

Rentabilita nákladů (Return on Costs, ROC) vypovídá o tom, kolik Kč čistého zisku podnik získá vložením 1 Kč celkových nákladů a je často užívaným ukazatelem. Obecně čím vyšších hodnot nabývá ukazatel, tím lépe podnik zhodnocuje své vložené prostředky. Vztah pro výpočet hodnot ukazatele pak vypadá následovně:

$$ROC = \frac{EAT}{celkové\ náklady}. \quad (2.15)$$

2.3.3.2 Ukazatele likvidity

Na základě poměrových ukazatelů likvidity lze ohodnotit platební schopnost podniku, a tím tak zjistit, jestli včas a zda vůbec je schopen dostát svých závazků. Na hodnocení likvidity lze pohlížet jak z pohledu managementu, tak z pohledu vlastníků. Přičemž nedostatek likvidity může být managementem vnímán jako snížení ziskovosti či nevyužití příležitostí. Z pohledu vlastníků bude preferována spíše nižší úroveň likvidity, což bude znamenat efektivní vázanost, jak uvádí *Růčková (2015)*. V souvislosti s problematikou platební schopnosti je možné se setkat s pojmy likvidnost a solventnost.

Celková likvidita (Current Ratio) poměřuje oběžná aktiva s velikostí objemu stávajících závazků, které budou splatné v blízké době. Za doporučenou hodnotu lze považovat hodnoty v rozmezí od 1,5 do 2,5, přičemž z hlediska srovnání je klíčové, aby srovnání proběhlo s podniky s podobným charakterem činnosti. V rámci zachování bezproblémového chodu podniku je zásadní, aby krátkodobé dluhy byly kryty takovým odpovídajícím majetkem, jenž je pro to určen. Tímto majetkem jsou míněna např. oběžná aktiva. S tímto faktem je pak spojena slabina tohoto ukazatele, neboť často dochází k nesplnění předpokladu, že veškerá oběžná aktiva nebudou v krátkém časovém okamžiku přeměněna v hotovost. Celkovou likviditu lze tedy vypočítat následovně:

$$celková\ likvidita = \frac{OA}{CZ_{krátkodobé}}, \quad (2.16)$$

kde *OA* jsou oběžná aktiva, *CZ* jsou cizí zdroje, jako krátkodobé úvěry či krátkodobé neúročené závazky z obchodního styku.

Pohotová likvidita (Quick Ratio–Acid Test Ratio) poměřuje pohotové platební prostředky s krátkodobými závazky, přičemž jeho konstrukce vylučuje nejméně likvidní část

oběžných aktiv – zásoby, čímž dochází k jisté eliminaci nedostatků předcházejícího ukazatele. Rovněž je vhodné čítele opět upravit o korekci v podobě nedobytných pohledávek, čímž tak budou brány v úvahu v podstatě pouze pohotové prostředky. „Doporučená hodnota tohoto ukazatele by se měla pohybovat v rozmezí od 1,0 do 1,5.“ (Dluhošová, 2010, s. 83). Celková hodnota ukazatele, která závisí na určitých faktorech jako na typu odvětví či činnosti podniku, se vypočítá následovně:

$$pohotov\acute{a}\ likvidita = \frac{OA - \acute{z}\acute{a}soby}{CZ_{kr\acute{a}tkodob\acute{e}}}. \quad (2.17)$$

Okamžitá likvidita (Cash Ratio) představuje nejužší vymezení likvidity, neboť v rámci čítele je počítáno pouze s nejlikvidnějšími položkami z rozvahy, kterými jsou peníze na bankovních účtech, peníze v hotovosti, směnky a šeky. Podle publikace Dluhošová (2010) lze do této složky také začlenit některé druhy cenných papírů či další formy rychle mobilizovatelných finančních rezerv, neboť ve fungujícím kapitálovém trhu jsou rychle přeměnitelné na peníze. Výsledná hodnota je vypočtena na základě následujícího vztahu:

$$okam\acute{z}it\acute{a}\ likvidita = \frac{OA - \acute{z}\acute{a}soby - pohled\acute{a}vky}{CZ_{kr\acute{a}tkodob\acute{e}}}. \quad (2.18)$$

Čistý pracovní kapitál (Net Working Capital), dále jen již ukazatel ČPK, lze chápat jako rozdíl OA a krátkodobých závazků, přičemž část OA po uhrazení krátkodobých závazků může být opět použita k realizaci podnikových aktivit. Svou konstrukcí se nejvíce podobá ukazateli celkové likvidity, jak uvádí Růčková (2015), neboť vychází ze stejných údajů.

V rámci výpočtu je důležitá skladba bilance podniku, která ovlivňuje samotnou výši ČPK. Přebytkem krátkodobých aktiv nad krátkodobými závazky má tak podnik v podstatě zajištěnou likviditu. Jinými slovy dlouhodobé zdroje mají tak převyšovat fixní aktiva. Pokud dochází k financování krátkodobých aktiv dlouhodobým kapitálem, pak finanční struktura podniku je překapitalizována. Ovšem část OA se trvale nachází v podniku např. v podobě zásob, které jsou tak kryty dlouhodobými zdroji, a tudíž se nejedná o neefektivní alokaci kapitálu. Naopak, pokud krátkodobý cizí kapitál kryje fixní majetek, pak se, jak uvádí Dluhošová (2010), jedná o podkapitalizování. V obou dvou zmíněných variantách musí být dospěno ke shodným výsledkům:

$$\acute{C}PK = ob\acute{e}\acute{z}n\acute{a}\ ak\tiva - kr\acute{a}tkodob\acute{e}\ \acute{z}\acute{a}vazky \quad (2.19)$$

$$\acute{C}PK = dlouhodob\acute{e}\ \acute{z}droje - fixn\acute{i}\ ak\tiva. \quad (2.20)$$

2.3.3.3 Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Pojem zadluženost, jak uvádí *Kislingerová (2011)*, značí skutečnost, že podnik užívá k financování svých aktiv také cizí zdroje. Použití cizích zdrojů má za následek ovlivnění jednak rizika podnikání, tak samotnou výnosnost kapitálu akcionářů. V rámci financování existuje skutečnost, že financování činností podniku cizími zdroji je relativně levnější v porovnání s vlastními zdroji. Jinými slovy je výhodné používat rovněž cizí zdroje a ne jenom užívat samofinancování. Za touto věcí stojí fakt, že cena nákladů na kapitál věřitelů je nižší, neboť zde působí daňový štít, který vzniká v důsledku uznání úroků do daňově uznatelných nákladů. Navíc dle *Dluhošová (2010)* zadluženost v případě stabilní firmy přispívá k celkové rentabilitě a zejména k růstu tržní hodnoty firmy. V rámci finančního řízení je důležitým cílem nalezení optimální zadluženosti, čili kapitálové struktury.

Podíl vlastního kapitálu na aktivech (Equity Ratio) patří k nejdůležitějším ukazatelům hodnotící finanční stabilitu. Poměruje vlastní kapitál s celkovými aktivy a vyjadřuje tak, do jaké míry je podnik schopen krýt vlastní majetek vlastními zdroji. V zásadě platí, že rostoucí hodnota ukazatele značí upevňování dlouhodobé finanční stability. Vztah pro získání výsledné hodnoty ukazatele vypadá následovně:

$$\text{podíl vlastního kapitálu na aktivech} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva}}. \quad (2.21)$$

Stupeň krytí stálých aktiv je ukazatelem, který značí poměr dlouhodobého kapitálu ke stálým aktivům, přičemž stálá aktiva, která zahrnují dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek, musí být kryta právě dlouhodobými zdroji. Obecně čím je hodnota ukazatele vyšší, tím je finanční stabilita podniku lepší. „*Stupeň krytí stálých aktiv by měl dosahovat alespoň hodnoty 100%, tj. veškerá stálá aktiva by měla být kryta dlouhodobým kapitálem.*“ (*Dluhošová, 2010, s. 77*). Konkrétně vzorec v rámci tohoto ukazatele vypadá následovně:

$$\text{Stupeň krytí stálých aktiv} = \frac{\text{dlouhodobý kapitál}}{\text{stálá aktiva}}. \quad (2.22)$$

Majetkový koeficient (Equity Multiplier) je ukazatel, který je známý především jako ukazatel finanční páky. Poměruje celková aktiva podniku s vlastním kapitálem, kdy souvisí se zapojením cizích zdrojů do financování podniku a v podstatě je převrácenou hodnotou ukazatele Equity Ratio. Výpočet daného ukazatele vypadá takto:

$$\text{Majetkový koeficient} = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{vlastní kapitál}}. \quad (2.23)$$

Vyjadřuje, kolik korun majetku připadá na jednu korunu vlastního kapitálu. Je žádoucí, aby ukazatel nabýval stabilních hodnot.

Ukazatel celkové zadluženosti (Debt Ratio) představuje podíl celkových závazků k celkovým aktivům. Obecně čím je hodnota ukazatele vyšší, tím vyšší je pak riziko samotných věřitelů, proto věřitelé preferují nízkou hodnotu tohoto ukazatele. Zadluženost kromě zmíněného věřitelského rizika ovlivňuje finanční výnosnost podniku. Ukazatel je zajímavý především pro banky z hlediska poskytování úvěrů. Kromě celkové zadluženosti existují i další typy ukazatelů zadluženosti, a to ukazatel dlouhodobé a běžné zadluženosti, přičemž jejich výpočet je následující:

$$\text{celková zadluženost} = \frac{CZ}{A}, \quad (2.24)$$

$$\text{dlouhodobá zadluženost} = \frac{CZ_{\text{dlouhodobé}}}{A}, \quad (2.25)$$

$$\text{běžná zadluženost} = \frac{CZ_{\text{krátkodobé}}}{A}, \quad (2.26)$$

Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu (Debt/Equity Ratio) navazuje na předchozí ukazatel celkové zadluženosti. Jak napovídá název ukazatele, jedná se o poměr cizího kapitálu k vlastnímu kapitálu. Navíc pokud podnik užívá leasingové financování, měly by být leasingové splátky, jak uvádí *Grünwald a Holečková (2008)*, připočítány k cizímu kapitálu, neboť tyto splátky v podstatě představují dluh. Vzorec pro výpočet ukazatele je následující:

$$\text{ukazatel zadluženosti} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}}. \quad (2.27)$$

Přijatelná hodnota ukazatele se odvíjí na základě fáze vývoje podniku, ve které se podnik nachází nebo na postoji jeho vlastníků k riziku. „*U stabilních společností by se měla pohybovat přibližně v pásmu od 80 % do 120 %.*“ (*Dluhošová, 2010, s. 79*).

Ukazatel úrokového krytí (Times Interest Earned Ratio) vyjadřuje, kolikrát dosažený zisk je vyšší než úrokové platby. Vypovídá tedy o únosnosti dluhového zatížení podniku. Ukazatel dává do poměru zisk před úroky a daněmi (EBIT) s nákladovými úroky. Podnik je efektivní, jestliže ukazatel nabývá hodnoty vyšší než 1 nebo-li 100%, neboť to znamená, že podnik si dokáže vydělat jak na úhradu úroků, tak na svoji další činnost.

$$\text{úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{úroky}}. \quad (2.28)$$

Úrokové zatížení je ve své podstatě převrácenou hodnotou předchozího ukazatele a říká, jak velká část celkového vytvořeného efektu podniku připadá na placení úroků. Výsledná hodnota se odvíjí jednak od velikosti podílu zdrojů na financování činnosti, ale především od vývoje rentability podniku. Výpočet ukazatele je následující:

$$\text{úrokové zatížení} = \frac{\text{úroky}}{EBIT}. \quad (2.29)$$

V situaci, kdy má podnik dlouhodobě nízké úrokové zatížení, si může dovolit mít vyšší podíl cizích zdrojů. Zmíněné ukazatele lze navíc doplnit o ukazatele úvěrové zadluženosti a doby návratnosti úvěru.

2.3.3.4 Ukazatele aktivity

Tyto ukazatele jsou obecně označovány jako ukazatele relativní vázanosti kapitálu v nejrůznějších formách aktiv, jak uvádí publikace *Dluhošová (2010)*. Na základě těchto ukazatelů podnik zjišťuje, zdali a jak efektivně nakládá se svými aktivy. Ukazatele aktivity patří mezi kombinované, kdy pracují jak s položkami rozvahy, tak výkazu zisku a ztráty. Jak tvrdí *Sedláček (2011)* rovněž mají podstatný vliv na ukazatele ROA a ROE. Tyto ukazatele mají jednu zvláštnost oproti předchozím poměrovým ukazatelům. Ta spočívá v jejich konstrukci, kdy se názory jednotlivých odborníků odlišují např. v délce roku. V zásadě se vyskytují dva elementární ukazatele, a to doba obratu a rychlost obratu.

Obrat celkových aktiv patří k elementárním a komplexním ukazatelům, jehož úlohou je měření efektivnosti užití celkových aktiv a slouží k mezipodnikovému srovnání. Říká, kolikrát se daná podniková aktiva obrátí za rok, přičemž čím vyšší je jeho hodnota, tím podnik lépe a efektivněji nakládá se svým majetkem. Výpočet obratu aktiv vypadá takto:

$$\text{obrat celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.30)$$

Doba obratu aktiv vypovídá o tom, jak dlouhý je proces obratu celkového majetku ve vztahu k tržbám, přitom podnik se snaží o co nejkratší hodnotu ukazatele, což je považováno za pozitivní. Na výslednou hodnotu má vliv jednak dynamika tržeb, ale i výše podílu fixních aktiv, přitom čím větší je tento podíl, tím je ukazatel vyšší.

$$\text{doba obratu aktiv} = \frac{\text{celková aktiva} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.31)$$

Doba obratu zásob udává, jak dlouhá doba je nutná k tomu, aby peněžní fondy přešly do zboží a pak výrobky opět do peněžní formy. Z pohledu podniku je vhodné, aby ukazatel nabýval co nejmenších hodnot. Z hlediska posouzení je rozhodující vývoj hodnoty ukazatele

v čase a porovnání se samotným odvětvím. Pro lepší vypovídací schopnost je vhodné, jak uvádí *Knapková, Pavelková, Šteker (2013)*, pracovat s náklady. Výpočet lze provést následovně:

$$doba\ obratu\ zásob = \frac{zásoby \cdot 360}{tržby}. \quad (2.32)$$

Doba obratu závazků představuje dobu od vzniku závazku do doby jeho samotné úhrady. Říká tedy, kolik průměrně dní trvá podniku, než uhradí své závazky. Hodnota by měla odpovídat alespoň výsledné hodnotě doby obratu pohledávek. Tento ukazatel lze vypočítat na základě následujícího vztahu:

$$doba\ obratu\ závazků = \frac{závazky \cdot 360}{tržby}. \quad (2.33)$$

Doba obratu pohledávek je dobou vázanosti kapitálu v podobě pohledávek. Vyjadřuje dobu od okamžiku prodeje na obchodní úvěr, po kterou musí podnik čekat, do doby, než obdrží úhradu plateb od odběratele. Při výpočtu by se tak mělo počítat s pohledávkami z obchodního styku, což je v praxi z důvodu nedostatku informací často nemožné. Proto je dle publikace *Sedláček (2011)* pak počítáno s celkovými či krátkodobými pohledávkami. Ukazatel se spočítá následujícím způsobem:

$$doba\ obratu\ pohledávek = \frac{pohledávky \cdot 360}{tržby}. \quad (2.34)$$

Pravidlo solventnosti slouží ke kontrole finanční rovnováhy mezi dobou obratu pohledávek a dobou obratu závazků. Doba obratu pohledávek by měla být v zásadě kratší než doba obratu závazků, aby tak byla v podniku zajištěna dostatečná likvidita a neexistence problémů spojených s úhradou vlastních závazků. Zmíněný vztah vypadá následovně:

$$doba\ obratu\ pohledávek < doba\ obratu\ závazků. \quad (2.35)$$

2.3.3.5 Ukazatele kapitálového trhu

Následující ukazatele kapitálového trhu jsou známy také pod názvem ukazatelé tržní hodnoty a vyjadřují, jak investoři, burza či obecně trh hodnotí dosavadní činnost podniku a jaký mu přisuzují budoucí výhled. Jsou ve své podstatě odrazem kombinací všech zmíněných poměrových ukazatelů, neboť vycházejí jednak z účetních, tak tržních hodnot, jak poukazuje *Kislingerová (2011)*. Obecně tyto ukazatele hodnotí podnik na základě tržních ukazatelů, které jsou důležité zejména pro potencionální investory, a to z hlediska návratnosti jejich investovaného kapitálu. Doporučené trendy jsou stanoveny dle *Dluhošová (2010)*.

Čistý zisk na akcii (Earnings Per Share, EPS) vypovídá o velikosti zisku na jednu akcii, který by mohl být vyplacen v podobě dividendy. Čistý zisk pro účely tohoto ukazatele je zisk po zdanění a po vyplacení případných prioritních dividend. Ukazatel bývá často užíván pro mezipodnikové srovnání, přičemž je z pohledu investorů žádoucí růst tohoto ukazatele. Podoba tohoto ukazatele tedy je následovná:

$$\text{čistý zisk na akcii} = \frac{EAT}{\text{počet kmenových akcií}}. \quad (2.36)$$

Price Earnings Ratio (P/E) je ukazatel, který v podstatě říká, kolik jsou daní akcionáři ochotni zaplatit za jednu korunu zisku na akcii. Dále vypovídá o počtu roků potřebných ke splacení ceny akcie jejím samotným výnosem. Dle *Dluhošová (2010)* však interpretace tohoto ukazatele není zase tak jednoznačná. Příliš vysoká hodnota ukazatele signalizuje, že akcie ukrývá malé riziko, a tudíž se tak investoři musí spokojit s menším ziskem. Je-li naopak hodnota ukazatele nízká, může to pak signalizovat vyšší rizikovost a nízký růstový potenciál daného podniku. Každopádně nízký poměr P/E značí dobrou možnost k investici. Ovšem na druhou stranu doporučený trend tohoto ukazatele, jehož podoba je následující, je spíše rostoucí:

$$P/E = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{čistý zisk na akcii}}. \quad (2.37)$$

Dividendový výnos udává výnosnost samotných akcií. Pokud dojde ke zvýšení tržní ceny akcií při nezměněné výši dividend, pak je hodnota ukazatele méně příznivá a pro daného investora je tak akcie hůře prodejná. V situaci, kdy není vyplacena vůbec dividendy, pak nemá investor z toho žádný užitek. V tomto případě pak investor je ochoten tuto ztrátu akceptovat pouze v případě, kdy má jistotu budoucí kompenzace dividendového výnosu.

$$\text{dividendový výnos} = \frac{\text{dividenda na kmenovou akcii}}{\text{tržní cena akcie}}. \quad (2.38)$$

Výplatní poměr (Payout Ratio) je druhým široce užívaným měřítkem dividendové politiky a říká, jaká část dosaženého zisku je vyplacena v podobě dividend a jaká část čistého zisku pak zůstává podniku na jeho reinvestice. Podle *Damodaran (2011)* lze tento ukazatel použít při oceňování jako způsob odhadu výše dividend v budoucnu. Dále má ukazatel tendenci sledovat životní cyklus daného podniku. Výplatní poměr se vypočítá jako:

$$\text{výplatní poměr} = \frac{\text{dividenda na akcii}}{\text{čistý zisk na akcii}}. \quad (2.39)$$

Poměr tržní ceny akcie k její účetní hodnotě (Market to Book Value) poměřuje tržní hodnotu podniku k účetní. Tržní hodnota se od té účetní hodně odlišuje, neboť účetní

hodnota podniku je dána účetními pravidly a je silně ovlivněna jednak původní pořizovací cenou majetku, ale i nejrůznějšími účetními úprav, například odpisy. V zásadě platí, že tržní hodnota podniku musí být větší než účetní, neboli hodnota musí být větší než 1 a hodnota by tak měla v čase růst. Výsledná hodnota se tedy vypočítá jako:

$$\text{Marketto Book ratio} = \frac{\text{tržní cena akcií}}{\text{účetní hodnota akcie}}. \quad (2.40)$$

Účetní hodnota akcie (Book Value, BV) odráží minulou výkonnost podniku, ovšem pouze na účetní úrovni. V rámci zdravých podniků má platit, že BV v čase roste. Odráží hodnotu dosaženého efektu, který je následně rozdělován mezi vlastníky v podobě dividend a v podniku v podobě reinvestic. Zisk, který zůstane v podniku pro účely dalšího rozvoje, zvyšuje tak hodnotu vlastního kapitálu. Hodnota ukazatele by měla mít rostoucí tendenci.

$$\text{Účetní hodnota akcie} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{počet kmenových akcií}}. \quad (2.41)$$

2.4 Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně

Následující souhrnné modely či souhrnné indexy hodnocení finanční úrovně slouží podobně jako poměrové ukazatele k posouzení finanční pozice podniku. V podstatě se tyto specifické metody snaží vyjádřit výkonnost a úroveň finanční pozice podniku na základě jednoho čísla. Hlavní úlohou těchto modelů je snaha včasného rozpoznání příčin nestability podniku, případně signalizovat úpadek či dokonce bankrot. V rámci aplikace těchto modelů je nutný předpoklad vývoje charakteristického ohroženého podniku o nějaké období dopředu. Predikční modely se člení na bankrotní a ratingové modely, přičemž základní rozdíl mezi nimi je takový, že bankrotní modely hodnotí možnost úpadku, naproti tomu ratingové modely hodnotí možnost zhoršení finanční situace podniku, jak uvádí publikace *Dluhošová (2010)*.

2.4.1 Altmanovy modely

První verze Altmanova modelu se datuje kolem roku 1968, kdy tato verze měla uplatnění pouze pro veřejně obchodovatelné podniky. Tato původní verze vypadá následovně:

$$Z = 1,2 X_1 + 1,4 X_2 + 3,3 X_3 + 0,6 X_4 + 1,0 X_5, \quad (2.42)$$

kde Z značí skóre, X_1 pracovní kapitál/aktiva celkem, X_2 označuje nerozdělený zisk/aktiva celkem (rentabilitu čistých aktiv), X_3 zisk před úroky a daněmi/aktiva celkem, X_4 značí tržní cenu akcií/dluhy celkem a X_5 jsou tržby celkem/aktiva celkem. Podniky, jejichž Z -skóre nabývá hodnot vyšší, než 2,99 mají malou pravděpodobnost bankrotu, naproti tomu

podnikům, jejichž Z -skóre je menší, než 1,81 hrozí relativně vysoká pravděpodobnost bankrotu. Pomyslně někde uprostřed leží tzv. šedá zóna, které odpovídá $1,81 \leq Z \leq 2,99$.

U podniků, jejichž akcie nejsou veřejně obchodovatelné na burze má Altmanův index téměř identický tvar, jak je tomu u veřejně obchodovatelných podniků. Jediný rozdíl spočívá ve velikosti jednotlivých vah. Tvar pro tyto podniky Altmanovy analýzy vypadá následovně:

$$Z^{\circ} = 0,717 X_1 + 0,847 X_2 + 3,107 X_3 + 0,420 X_4 + 0,998 X_5, \quad (2.43)$$

kde jednotlivé symboly mají, až na proměnnou X_4 , stejnou vypovídací schopnost. X_4 nově značí poměr účetní hodnoty vlastního kapitálu a celkových dluhů.

Kromě změny dílčích vah došlo samozřejmě i ke změně interpretace výsledků v rámci Z -skóre, kdy podniky, jejichž výsledná hodnota $Z > 2,90$, mají minimální pravděpodobnost bankrotu (defaultu). Naopak u podniků, jejichž Z -skóre se pohybuje pod hranici 1,20, hrozí s velkou pravděpodobností default. Pro hodnoty od 1,20 do 2,90 pak platí, že se daný podnik pohybuje v šedé zóně.

Třetí verze modelu, která je užívána i v České republice, jak uvádí publikace *Růčková (2015)*, je určena pro rozvojové trhy, neboť neklade takový důraz na kapitálový trh. V rámci této verze se již neuvažuje s polední pátou proměnnou, která vyjadřovala produkční sílu a vypadá následovně:

$$Z'' = 6,56 X_1 + 3,26 X_2 + 6,72 X_3 + 1,05 X_4, \quad (2.44)$$

kdy podniky s minimálním ohrožením defaultu mají $Z > 2,6$, naopak podniky s $Z > 1,1$ mají vysokou šanci na bankrot a zbývající podniky nacházející se v šedé zóně mají $1,1 Z \leq 2,6$.

V roce 2010 byly vytvořeny E. Altmanem ve spolupráci se skupinou RiskMetrics tzv. *Z-metrics* modely, které navazují na výsledky předchozích modelů a jsou reakcí na hospodářskou krizi. Tyto modely existují jak ve verzi pro roční, tak pro pětiletou predikci, přičemž je lze užívat jak u velkých kótovaných firem, tak u nekótovaných firem v USA a Kanadě, zároveň u velkých a malých firem mimo tyto dvě země. Výpočet finálního kreditního skóre podniku je určen následujícím způsobem:

$$CS_i = \alpha + \sum \beta_j \cdot X_{i,j}, \quad (2.45)$$

kde α je úrovněová konstanta, CS_i hodnota kreditního (ratingového) skóre podniku i , β_j je koeficient j -té proměnné, $X_{i,j}$ je hodnota j -té proměnné i -tého podniku.

Na základě tohoto modelu lze určit přímo pravděpodobnost úpadku PD_i podniku,

$$PD_i = \frac{1}{1 + EXP(CS_i)}. \quad (2.46)$$

2.4.2 Tafflerův model

Je dalším modelem, který je zaměřen na sledování rizika bankrotu. Byl etablován v roce 1977 a vychází z ukazatelů, jež vyjadřují platební neschopnost:

$$Z_T = 0,53 X_1 + 0,13 X_2 + 0,18 X_3 + 0,16 X_4, \quad (2.47)$$

kde X_1 = EBT/krátkodobé závazky, X_2 = OA/závazky celkem, X_3 = KZ/A a $x_4 = \frac{\text{Finanční majetek}}{\text{Provozní náklady} - \text{odpisy}}$.

Pokud je dosažený výsledek nižší než nula, pak podniku hrozí s velkou pravděpodobností bankrot, pokud je však dosažená hodnota ukazatele vyšší než nula, má pak podnik malou šanci na zbankrotování.

2.4.3 Beaverův model

Jedná se rovněž o bankrotní model, který byl vyvinut W. H. Beaverem. Ten při sestavování modelu pracoval pouze s podniky, které zbankrotovaly a nezbankrotovaly, aby se tak vyhnul problému vymezení bankrotující firmy. Autor na základě své analýzy dospěl k závěru, že poměrové ukazatele dokážou odhalit případný úpadek podniku již pět let dopředu. Základní ukazatele, jež hodnotí bankrot v rámci modelu, jsou uvedeny v Tab. 2.1.

Tab. 2.1 Parametry Beaverova modelu

Ukazatel	Trend u ohrožených firem
vlastní kapitál/aktiva celkem	klesá
přidaná hodnota/aktiva celkem	klesá
bankovní úvěry/cizí zdroje	roste
cash flow/cizí zdroje	klesá
provozní kapitál/ aktiva celkem	klesá

Zdroj: Dluhošová 2010, str.97, vlastní zpracování

2.4.4 Kralickuv Quick-test

Jedná se o ratingový model, jehož východiskem jsou čtyři ukazatele R1 až R4 a každý z těchto ukazatelů je samostatně ohodnocen na základě bodové škály 0 až 4. První dva sledují finanční stabilitu a zbylé dva pak výnosovou situaci podniku.

Podle Dluhošová (2010) je finanční stabilita ohodnocena následovně: $FS = (R1 + R2)/2$, výnosová situace pak $VS = (R3 + R4)/2$. Celkové hodnocení finanční situace je provedeno jako $SH = (FS + VS)/2$. V situaci, kdy dané kritérium dosahuje bodového ohodnocení vyšší než 3 body, pak je podnik považován za velmi dobrý. Naopak, pokud je

daná hodnota menší než 1 bod, pak to značí, že podnik se nachází v horší finanční situaci. Jednotlivé ukazatele, včetně jejich bodových ohodnocení, jsou znázorněny v příloze č. 18.

2.4.5 Tamariho model

Rovněž patří do kategorie ratingových neboli bonitních modelů. Model ohodnocuje bonitu podniku na základě bodového součtu soustavy ukazatelů R1 až R7, přičemž souhrnné hodnocení je pak provedeno váženým průměrem. Maximálně lze dosáhnout v rámci ohodnocení 100 bodů. V případě, kdy podnik dosáhne ohodnocení 60 bodů a více, má malou pravděpodobnost bankrotu, naproti tomu podnik s 30 a méně body disponuje s velkou pravděpodobností zhoršení své finanční situace. Bodové ohodnocení v rámci jednotlivých ukazatelů je znázorněn v příloze č. 17.

2.4.6 Indexy IN

Následující indexy IN v sobě zahrnují vybrané významné bankrotní indikátory v podobě vybraných ukazatelů a jsou vytvořeny speciálně pro analýzu ekonomické situace českých průmyslových podniků. Existuje mnoho indexů, přičemž v každém názvu jednotlivého indexu je obsažen rok jeho vzniku.

Index IN95, jak už naznačuje název, byl vytvořen v roce 1995, je odrazem průmyslových dat z roku 1994 a zároveň je základnou pro vznik dalších modelů z řady IN. Tento index je založen na principu rating modelu a někdy bývá označován jako index důvěryhodnosti. Konstrukce jednotlivých vah zohledňuje hodnocení podniků dle odvětvové specifikace a českou ekonomiku jako celek. Tato verze nezahrnuje ani jeden ukazatel který by pracoval s tržní cenou podniku. Obecně tedy index vypadá následovně:

$$IN95 = V_1 \cdot \frac{A}{CZ} + V_2 \cdot \frac{EBIT}{U} + V_3 \cdot \frac{EBIT}{A} + V_4 \cdot \frac{Výnosy}{A} + V_5 \cdot \frac{OA}{KZ + KBU} + V_6 \cdot \frac{ZPL}{Výnosy}, \quad (2.48)$$

kde V_1 až V_6 vyznačují váhy ukazatelů, A jsou celková aktiva, CZ cizí zdroje, U vyjadřují úroky, V pak značí výnosy, OA oběžná aktiva, KBU krátkodobé bankovní úvěry, KZ krátkodobé závazky a nakonec ZPL jsou závazky po lhůtě splatnosti.

Pokud je dosažená hodnota indexu větší než 2, tak má podnik dobrou finanční situaci, zatímco hodnoty indexu menší než jedna, značí problémy s placením závazků. Uprostřed těchto dvou hodnot leží šedá zóna, která značí možnou existenci jistých finančních problémů. Obecně má tento model dobrou vypovídací schopnost, která se pohybuje přes 70%.

Index IN99 vychází z předchozího indexu, je tedy jeho aktualizací, vychází z podkladů diskriminační analýzy a jeho zaměření je z pohledu vlastníka. Rovněž lze u toho

indexu zaregistrovat návaznost pro dosažení kladné hodnoty ekonomického zisku. Další odlišnost spočívá zahrnutí vah užitelných pro firmy, bez ohledu na to, v jakém odvětví působí. Index *IN 99*, jak uvádí *Neumaierová a Neumaier (2005)*, má následující tvar:

$$IN99 = -0,017 \cdot \frac{A}{CZ} + 4,573 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,481 \cdot \frac{Výnosy}{A} + 0,015 \cdot \frac{OA}{KZ + KBU}, \quad (2.49)$$

Dosahuje-li hodnota indexu hodnot vyšších než 2,07, pak podnik vykazuje kladný ekonomický zisk. Interval šedé zóny je poměrně široký a je celkově rozdělen do třech pásem, kdy *IN* od 1,420 až 2,07 značí dobrou finanční úroveň. Situace, která je pro podnik nerozhodná, je od 1,089 do 1,420 a pásmo hodnot od 1,089 po 0,684 a níže vypovídá o výraznějších problémech a dokonce o dosahování záporné hodnoty ekonomického zisku. Celková vypovídací schopnost tohoto indexu je vyšší než 85 %.

Index IN01 vznikl sloučením předcházejících dvou indexů na základě diskriminační analýzy, přičemž jeho charakteristická rovnice je následující:

$$IN01 = 0,13 \cdot \frac{A}{CZ} + 0,04 \cdot \frac{EBIT}{úroky} + 3,92 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,21 \cdot \frac{Výnosy}{A} + 0,09 \cdot \frac{OA}{KZ + KBÚ}, \quad (2.50)$$

pokud hodnota indexu převyšuje hodnotu 1,77, znamená to, že podnik vytvořil hodnotu. Jestliže však hodnota *IN01* je menší než 0,75, pak podnik má celkem velkou pravděpodobnost úpadku. Interval hodnot mezi těmito zmíněnými hodnotami opět značí šedou zónu.

Index IN05 je zatím poslední aktualizací indexů *IN* a byl vytvořen v roce 2004. Model je postaven na základě analýzy dat středních a velkých průmyslových podniků a jeho podoba je taková:

$$IN05 = 0,13 \cdot \frac{A}{CZ} + 0,04 \cdot \frac{EBIT}{úroky} + 3,97 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,21 \cdot \frac{Výnosy}{A} + 0,09 \cdot \frac{OA}{KZ + KBÚ}, \quad (2.51)$$

Jediný rozdíl od předchozího indexu *IN01* je ten, že byla modifikována váha rentability vloženého kapitálu, která vzrostla na 3,97. Jestliže výsledná hodnota vyjde vyšší než 1,6, pak je podnik finančně zdravý a vytváří hodnotu. Podnik spějící k bankrotu má index o hodnotě nižší než 0,9. V šedé zóně se pak ocitá podnik, jehož výsledná hodnota se nachází v intervalu od 0,9 do 1,6.

Je nutné podotknout, že indexy a obecně bonitní a bankrotní modely mají pouze elementární orientační charakter a nedokážou tak nahradit plně hodnotnou finanční analýzu.

2.5 EVA jako měřítko finanční podnikové výkonnosti

Jak už bylo zmíněno v úvodu druhé kapitoly, patří do skupiny ekonomických ukazatelů a je tak založen na koncepci ekonomického zisku, jež je roven rozdílu výnosů a nákladů z operační činnosti. Byl vyvinut v 90. letech 20. století americkou firmou Stern Stewart & Co a v současnosti se z něj stal nejužívanější a nejvýznamnější ukazatel finanční výkonnosti. Jeho role roste jak v tranzitivních ekonomikách, tak především tržních ekonomikách. Podle *Dluhošová (2010)* může za to fakt, že ukazatel vykazuje silnou korelaci k vývoji hodnoty akcií firem, což je důležité především pro akcionáře. EVA je komplexním nástrojem v rámci řízení podniku. EVA může sloužit k ocenění podniku či jako nástroj pro řízení a motivování pracovníků, především manažerů apod. Výkonnost pomocí tohoto ukazatele lze tak v podstatě charakterizovat pravidlem 4M (*measurement, management, motivation a mindset*).

Ukazatel je poměrně novým a stále více užívaným v rámci oblasti ukazatelů měřících výkonnost podniku. Výsledná hodnota poukazuje na to, zda došlo k navýšení hodnoty pro vlastníky či nikoliv. V případě dosažení kladné hodnoty ukazatele bohatství vlastníků roste, naopak při záporné hodnotě dochází ke znehodnocení původního kapitálu. V situaci, kdy dosažený efekt pokryje pouze náklady na kapitál, je pak EVA rovna nule.

2.5.1 Výpočet ekonomické přidané hodnoty

Při výpočtu je důležité si uvědomit, z jakých dostupných dat a nákladů kapitálu bude se bude vycházet. Rovněž je podstatné, zda je cílem výpočtu stanovení absolutní či relativní hodnoty. Obecně je možné rozlišovat dva typy přístupů. První přístup je postaven na bázi provozního zisku a je také označován jako EVA-Entity. Tato základní varianta vychází z následujícího vztahu:

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C, \quad (2.52)$$

kde $WACC$ jsou náklady na celkový kapitál, C značí celkovou hodnotu podnikového kapitálu a nakonec $NOPAT$ je hodnota čistého provozního zisku po zdanění.

U této varianty je největším problém ve stanovení hodnoty proměnné $NOPAT$, která je odrazem výsledného efektu a podnikových výkonů. $NOPAT$ by měl být počítán pouze z operační činnosti, která v podmínkách českého účetnictví odpovídá provozní činnosti. Provozní činnost odpovídá té části podnikatelské činnosti, která slouží základnímu podnikatelskému záměru. Pokud se podnik zabývá větším počtem činností, pak by se výkonnost měla počítat za každou podnikovou jednotku zvlášť. Jak je tedy patrné, $NOPAT$ musí být podroben jisté korekci o neprovozní položky, které nesouvisí s hlavní činností

podniku (corn business). Zejména se jedná o krátkodobý finanční majetek v podobě cenných papírů a podílů, dále by se měly odečíst cash nad rámec potřebné k chodu podniku, dlouhodobý finanční majetek s portfoliovým charakterem apod. Přesný výčet upravených položek je obchodním tajemstvím Stern-Stewart a kol., jak uvádí *Maříková a Mařík (2005)*. Ve své podstatě se jedná o transformaci účetního modelu na ekonomický.

Z důvodu nedostatku potřebných informací o hodnotě NOPAT plynoucích z výkazů jednotlivých podniků, bývá často v rámci českých podmínek jeho hodnota nahrazena hodnotou EBIT. Po tomto nahrazení má vzorec EVA následující tvar:

$$EVA = EBIT \cdot (1 - t) - WACC \cdot C, \quad (2.53)$$

kde *EBIT* vyjadřuje již několikrát zmíněný zisk před zdaněním a *t* je pak sazba daně.

Druhý typ výpočtu tohoto ukazatele je založen na bázi **hodnotového rozpětí** (value spread), což představuje tzv. ekonomickou rentabilitu, která odpovídá rozdílu mezi dosaženou rentabilitou a náklady na kapitál. Na úrovni této báze lze srovnávat podniky s rozdílnou velikostí, vybaveností kapitálem, odlišnou kapitálovou strukturou a rizikovostí. EVA na bázi celkového rozpětí už byla zmíněna v části č. 2.2.2, ale pro jistotu je tento vzorec zmíněn ještě jednou:

$$EVA = (ROC - WACC) \cdot C, \quad (2.54)$$

kde *ROC* je výnosnost investovaného kapitálu. Ukazatel EVA je zde ovlivněn rozdílem *ROC* a *WACC*, který je nazýván jako reziduální výnos kapitálu.

Ačkoli je EVA často počítána s použitím celkového kapitálu, tak po lehké úpravě může být tento ukazatel spočítán následovně:

$$EVA = (ROE - R_e) \cdot E, \quad (2.55)$$

kde *R_e* jsou náklady vlastního kapitálu a *ROE* jeho rentabilitou a *E* značí hodnotu vlastního kapitálu. Tento vztah funguje na bázi zúženého hodnotového rozpětí, přičemž vlastník požaduje, aby rozdíl mezi rentabilitou a nákladem vlastního kapitálu byl co možná největší. Pouze tak je návratnost kapitálu větší než v případě jiné alternativní možnosti (investice).

Jak uvádí *Dluhošová (2004)* další možností je vyjádření ukazatele EVA na bázi relativního hodnotového rozpětí, kdy při tomto výpočtu dochází k získání obrazu relativní výkonnosti podniku, neboť hodnota není ovlivněna výší vlastního kapitálu, což je jednou z výhod tohoto ukazatele. Vzorec je dán vztahem:

$$EVA / E = (ROE - r_e), \quad (2.56)$$

Kromě hodnotového rozpětí existuje možnost vyjádření ukazatele EVA pomocí dílčích finančních ukazatelů, a to za předpokladu, že $ROE = EAT/Tržby \cdot Tržby/A \cdot A/E$, pak lze rozklad ukazatele vyjádřit následovně:

$$EVA = \left(\frac{EAT}{Tržby} \cdot \frac{Tržby}{A} \cdot \frac{A}{E} - r_e \right) \cdot E, \quad (2.57)$$

přitom EAT je čistý zisk, E je vlastní kapitál, $Tržby/A$ je obrat celkových aktiv, $EAT/Tržby$ vyjadřuje čistou ziskovost tržeb a nakonec A/E značí ukazatel finanční páky.

Rovněž možnou alternativou je vyjádření ukazatele jako rozdílu mezi ukazatelem $NOPAT$ v čase t a součinem průměrných nákladů na kapitál a účetní hodnotou podniku, tedy:

$$EVA = NOPAT_t - (D_{t-1} + E_{t-1}^{bookvalue}) \cdot WACC_t \quad (2.58)$$

přičemž u hodnoty dluhů D a hodnoty vlastního kapitálu E je počítáno v čase $t-1$ z důvodu předpokládané závislosti výnosových ukazatelů (EVA , $NOPAT$) na hodnotách v předešlém období.

V rámci oblasti zhodnocení EVA jako podnikové výkonnosti, je všeobecně největším problémem, z hlediska výpočtu, transformace účetních dat na ekonomický model. Je třeba si uvědomit, že zvyšování samotné EVA nemusí automaticky vést ke zvýšení hodnoty podniku, jak tvrdí *Maříková a Mařík (2005)*. Ke snížení hodnoty může přes zvýšení EVA dojít například: pokud zvýšení EVA bylo dosaženo na úkor budoucích nadzisků, při rostoucích nákladech kapitálu v důsledku rostoucí míry rizika či v případě nedostatečné obnovy majetku, což povede tak ke snížení kapitálu a k zvýšení EVA, ovšem skutečná výkonnost bude klesat.

2.5.2 Stanovení nákladů kapitálu

Každý podnik může pro realizaci své podnikatelské činnosti užívat jak vlastní, tak cizí kapitál. Obecně náklady kapitálu jsou z pohledu podniku cenou, kterou musí zaplatit za získání různých forem kapitálu. Představují tak minimální požadovanou míru výnosnosti kapitálu (vnitřní výnosové procento).

Vyčíslení nákladů na kapitál je důležité pro řadu aktivit podniku. Kromě již zmíněného ocenění u ukazatele EVA či jiných ukazatelů slouží k výběru zdrojů financování, investičnímu rozhodování, optimalizaci kapitálové struktury apod. Z pohledu stanovení ukazatele EVA je stanovení nákladů třetí důležitou věcí, a proto je jejich správné stanovení klíčové, ale zároveň hodně problémové. Všeobecně existují tři skupiny nákladů a to náklady na celkový kapitál ($WACC$), náklady na cizí kapitál (R_D) a náklady na vlastní kapitál (R_E). V této podkapitole bude vycházeno především z publikací *Damodaran (2011)* a *Dluhošová (2010)*, přičemž základní vzorce budou převzaty z publikace *Dluhošová (2010)*.

Náklady na celkový kapitál (Weighted Average Cos of Capital, WACC) jsou někdy označovány jako průměrné náklady kapitálu a zahrnují náklady jak na vlastní, tak cizí kapitál. Vztah pro jejich výpočet vypadá takto:

$$WACC = \frac{R_D \cdot D + R_E \cdot E}{D + E}, \quad (2.59)$$

kdy R_D jsou náklady na úročený cizí kapitál, D je cizí kapitál (Debt), t vyjadřuje sazbu daně z příjmu R_E jsou náklady na vlastní kapitál (Equity), $D+E$ značí celkový kapitál (C).

Tyto náklady jsou ovlivněny jednotlivými náklady, ze kterých jsou složeny (cizími a vlastními). Jejich výpočet je stěžejní věcí z pohledu výpočtu výkonnosti podniku.

Náklady na cizí kapitál představují úroky či kuponové platby, které podnik musí platit jednotlivým věřitelům za jimi poskytnutý kapitál a jejichž výše závisí na očekávané efektivnosti, hodnocení bonity dlužníka, velikosti dluhu a délce úvěru. Cizí kapitál podnik získává nejčastěji v podobě bankovních úvěrů, dluhopisů či případně dalších finančních výpomocí. Tyto náklady lze vyjádřit jako úroky snížené o daňový štít na základě vztahu:

$$R_D = i \cdot (1 - t), \quad (2.60)$$

kdy sazba daně je vyjádřena t a úroková míra z dluhu jako i .

Pro externí uživatele lze vyjádřit náklady na cizí kapitál dle vztahu:

$$i = \frac{\textit{nákladovéúroky}}{\textit{průměr stav bankovních úvěrů}}. \quad (2.61)$$

V případě, kdy podnik financuje své potřeby penězi nabytými emisí dluhopisů, lze náklady na cizí kapitál vyjádřit jako výnos do splatnosti následovně:

$$P = \sum_{t=1}^T c_t \cdot (1 + R_D)^{-t} + NV \cdot (1 + R_D)^{-T}, \quad (2.62)$$

kde P je tržní cena obligace (dluhopisu), c je kupónová platba, T je doba do splatnosti obligace a NV pak vyjadřuje nominální hodnotu obligace.

Náklady na vlastní kapitál

Obecně tyto náklady jsou z pohledu podniku dražší, než je tomu u cizích nákladů. Je to zapříčiněno především tím, že vlastník vkládá svůj kapitál do podniku na neurčito a zároveň nemá garantovaný výnos. Navíc předchozí náklady byly daňově uznatelné, čímž tak podnik mohl snížit svůj základ daně. Naproti tomu investor má garantovaný zisk a jeho riziko je tak nižší. V rámci stanovení nákladů na vlastní kapitál existují jak tržní modely (metody), tak modely vycházející z účetních dat. Jak uvádí *Damodaran (2011)*, nejvíce užívanými

metodami jsou modely oceňování kapitálových aktiv (CAPM), arbitrážní model oceňování (APM), multifaktorové modely (Deriving a Multifactor model) a tzv. Proxy modely.

Model oceňování tržních aktiv (The Capital Asset Pricing Model, CAPM) patří k nejstarším a nejužívanějším tržním modelům. Bývá také označován jako model výnosu a rizika. Je jednofaktorovým modelem a vychází z řady předpokladů. Model CAPM předpokládá, že neexistují žádné transakční náklady, rovněž že všechna aktiva jsou obchodovatelná, a že investice podniku jsou nekonečně dělitelné (tj. podnik může koupit jakoukoliv část daného aktiva) apod. Dále model předpokládá neexistenci soukromých informací, a proto investoři nemůžou jít pod nebo nad s cenou aktiv. V rámci tohoto modelu je důležitý vztah manažera či potenciálního investora k riziku. Skutečnost, že každý investor má nějaké kombinace bezrizikového aktiva a tržního portfolia, pak na základě tohoto faktu je očekávaná výnosnost aktiva přímo úměrná betě aktiva β_i . Pak lze očekávaný výnos z aktiva vyjádřit následovně:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \cdot [E(R_m) - R_f], \quad (2.63)$$

kde R_f je bezriziková sazba, $E(R_i)$ je očekávaný výnos aktiva i , β_i je koeficient citlivosti dodatečného výnosu aktiva na dodatečný výnos tržního portfolia a $E(R_m)$ je pak očekávaný výnos tržního portfolia.

Arbitrážní model (The Arbitrage Pricing Model, APM) je alternativní a obecnější model pro měření rizik a vznikl jako reakce na kritiku nedostatků a omezujících předpokladů modelu oceňování kapitálových aktiv. Na rozdíl od modelu CAPM se jedná o vícefaktorový model. Tento model je založen na jednoduchém předpokladu, že dvě investice se stejným vystavením rizika, by měly být oceněny a získat tak stejné očekávané výnosy. Stejně jako u předchozího modelu, model rozkládá riziko na dvě složky. První z nich je specifická a zahrnuje riziko, které postihuje především podnik. Druhá složka pak nese tržní riziko, které má dopad na všechny investice. Toto riziko zahrnuje neočekávané změny celé řady makroekonomických veličin, včetně inflace, hrubého domácího produktu a úrokových sazeb. Zmíněný vztah dvou složek rizik lze zapsat takto,

$$R = E(R) + m + \varepsilon, \quad (2.64)$$

kde ε je specifická složka, m je tržní složka neočekávaného rizika.

Tento model, jak už bylo naznačeno, vychází z rovnovážné podmínky nemožnosti arbitráže. Proto by očekávané výnosy z portfolia měly být lineární funkcí parametru β . Na základě tohoto faktu, lze očekávaný výnos z aktiv zapsat jako:

$$E(R) = R_f + \beta \cdot [E(R_1) - R_f] + \beta_2 [E(R_2) - R_f] + \dots + \beta_n [E(R_n) - R_f], \quad (2.65)$$

kde β jsou koeficienty citlivosti dodatečného výnosu.

Ve své podstatě model kapitálových aktiv (CAPM) lze považovat za zvláštní případ arbitrážního modelu, který je pouze s jedním faktorem, přičemž model APM je s více faktory. Proto lze model APM vyjádřit rovněž známým, základním vztahem:

$$E(R_E) = R_F + \sum_j \beta_{Ej} [E(R_j) - R_F]. \quad (2.66)$$

kde $E(R_j)$ je očekávaný výnos j -tého faktoru, β_{Ej} je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos j -tého faktoru.

Jak uvádí *Dluhošová (2010)* lze pro stanovení nákladů kapitálu použít i další tržní metody, jako například dividendový model.

Dividendový model vychází z tržní ceny akcie podniku a tuto metodu lze uplatnit pouze u podniku, který má právní formu akciové společnosti. Tržní cenu lze vyjádřit jako současnou hodnotu budoucích dividend z dané akcie v jednotlivých obdobích či jako perpetuitu při nekonečně dlouhé držbě akcie a konstantní hodnoty dividendy (DIV) z ní. V tom případě (v případě perpetuity) je dividendový model dán následujícím vztahem:

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}}. \quad (2.67)$$

Pokud se očekává, že v následujícím období bude docházet k růstu dividendy o konstantní tempo (g), pak se dá použít k výpočtu nákladů jistá modifikace předchozího modelu a to tzv. Gordonův dividendový model, jehož podoba je:

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}} + g, \quad (2.68)$$

kde g vyjadřuje již zmiňované tempo růstu dividend v nadcházejících letech

Kromě metod vycházejících z tržního přístupu, jak tomu bylo v předchozích zmíněných metodách, lze použít i metod, vycházejících z účetního principu. Jde například o tzv. stavebnicové modely.

Stavebnicové modely mají tu vlastnost, že jejich použití není podmíněno rozvinutým kapitálovým trhem, čímž jsou některé problémy předešlých modelů nepodstatné a jejich sestavení není tak náročné. Model je založen na výpočtu nákladů na základě alternativního součtu výnosnosti bezrizikového aktiva a rizikových premií, jež jsou odvozeny z podnikových účetních dat. V případě nezadluženého podniku lze pro výpočet nákladů využít modelu INFA, užívaného Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR, a jehož autory jsou manželé Neumaierovi (viz *Neumaierová a Neumaier 2002*). Vztah pro výpočet modelu INFA je následující:

$$WACC_U = R_E^U = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA}, \quad (2.69)$$

kde $R_{podnikatelské}$ je riziková přírážka za podnikatelské riziko, $R_{finstab}$ značí přírážku za riziko plynoucí z finanční stability, R_F je bezriziková přírážka a R_{LA} je riziková přírážka za velikost podniku.

Pokud podnik disponuje cizím úročeným kapitálem např. v podobě bankovního úvěru, pak výpočet zadluženého podniku $WACC_L$ vypadá následovně:

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D}{A} \cdot t\right), \quad (2.70)$$

přičemž A jsou celková aktiva, t sazba daně, $WACC_U$ vyjadřují celkové náklady kapitálu nezadlužené firmy a D pak bankovní úvěry.

Náklady na vlastní kapitál pro tento podnik pak za stejného předpokladu jsou:

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{CZ}{Z} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.71)$$

kde CZ je čistý zisk a Z naopak hrubý zisk, UM je úroková míra vycházející ze vztahu

$UM = \frac{\dot{U}}{BU + OBL}$, VK je vlastní kapitál, A jsou aktiva a u úplatných zdrojů UZ platí, že $UZ = VK + BU + OBL$.

Další možností, jak stanovit R_E , je použití následujícího vztahu:

$$R_E = \frac{\frac{EBIT}{A} \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{CZ}{Z} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.72)$$

neboť platí $EBIT \cdot \frac{CZ}{Z} = WACC_U \cdot UZ$.

Náklady na vlastní kapitál je možné taktéž určit na základě přírážek následovně:

$$R_E = WACC_U + R_{finstr} = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA} + R_{finstr}, \quad (2.73)$$

kdy přírážka za zadluženost je $R_E = WACC_U$.

Autoři často z důvodu zamezení extrémních případů doporučují limity nad velikost přírážky. Jestliže $R_E = WACC_U$, je R_{finstr} rovna 0, dále jestli $R_E - WACC_U > 10\%$, pak $R_{finstr} = 10\%$.

Bezriziková sazba (R_F) je nejčastěji vypočítána jako výnos do splatnosti desetiletých státních dluhopisů. Ovšem z pohledu výpočtu celkových nákladů nezadluženého podniku je potřeba ještě vypočítat jednotlivé přírážky.

Riziková přírážka za velikost podniku (R_{LA}) je přírážkou vycházející z velikosti úplatných zdrojů podniku (UZ), u které musí platit, že $UZ \geq 3$ mld. Kč, pak hodnota R_{LA} je rovna nule. Jestliže je $UZ \leq 0,1$ mld. Kč, pak je hodnota rizikové přírážky odpovídá 5%. Ovšem pokud se velikost UZ pohybuje v intervalu od 100 mil. Kč do 3 mld. Kč, pak se pro výpočet této přírážky použije výpočet $R_{LA} = (3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2 / 168,2$.

Riziková přírážka za podnikatelské riziko ($R_{podnikatelské}$) vychází z porovnání ukazatele produkční síly $EBIT/A$ a ukazatelem $X1$. Ten je podle *Dluhošová (2010)* nahrazován úplatným cizím kapitálem vlastním kapitálem a vypadá následovně:

$$X1 = \frac{UZ}{A} \cdot UM, \quad (2.74)$$

V případech, kdy vychází $\frac{EBIT}{A} > X1$, pak platí následující identita $R_{podnikatelské} = \min R_{podnikatelské} \text{ odvětví}$. Pokud naopak $\frac{EBIT}{A} < 0$, poté $R_{podnikatelské}$ se rovná 10 %. A nakonec jestli platí, že $0 \leq EBIT/A \leq X1$, pak je $R_{podnikatelské} = \left(\frac{X1 - EBIT/A}{X1} \right)^2 \cdot 0,1$,

Riziková přírážka finanční stability na bázi likvidity ($R_{finstab}$) vychází ze třetího stupně likvidity, nebo-li z celkové likvidity a je vyjádřena vzorcem:

$$L3 = \frac{OA}{kr.závazky + bank.úvery + vpomoci - dl.bank.uvery}. \quad (2.75)$$

Výsledná hodnota je dále srovnávána s hodnotami mezních likvidit XL , které jsou v rámci každého odvětví individuálně stanoveny. Jestliže $L3 \leq XL1$, pak je $R_{finstab}$ rovna 10%. Je-li $L3 \geq XL2$, pak $R_{finstab} = 0\%$. Nakonec v případě, kdy je $XL1 < L3 < XL2$, pak se

výsledná hodnota $R_{finstab} = \left(\frac{XL2 - L3}{XL2 - XL1} \right)^2 \cdot 0,1$.

2.6 Pyramidové rozklady finančních ukazatelů

Existuje celá řada různých faktorů ovlivňujících vývoj jednotlivých syntetických ukazatelů. Proto je na základě tohoto faktu opodstatněné provádět důkladný rozbor daných vlivů ovlivňujících ukazatel a poté záhy dojít ke zjištění, které odchylky a jak moc ovlivňují vývoj hodnoty syntetického ukazatele. Syntetický ukazatel (model) je souhrnem dílčích ukazatelů, na které jej lze až do úplných detailů rozkládat. Přitom by podle *Růčková (2015)*

měl takto funkční model splňovat funkce, a to: vysvětlit vliv změny jednoho nebo více ukazatelů na hospodaření celého podniku, ulehčit a zpřehlednit prováděnou analýzu dosavadního vývoje podniku a musí dávat podklady pro různé výběry rozhodnutí v rámci externích a interních cílů.

Podle *Dluhošová (2010)* existují dvě koncepce přístupů k analýze syntetických ukazatelů, a to paralelní soustava ukazatelů, která charakterizuje dané ukazatele bez matematické přesnosti, a pyramidová soustava ukazatelů, která stojí na matematické přesnosti. Při hledání příčin odchylek ukazatelů finanční výkonnosti lze použít několik ukazatelů, například takové ukazatele jako ROE, ROA, EVA a další. Vzorce užívané v této podkapitole jsou čerpány z publikací *Dluhošová (2010)* a *Zmeškal (2013)*. V rámci této diplomové práce bude proveden pyramidový rozklad ukazatelů ROE a EVA.

2.6.1 Pyramidový rozklad vrcholových ukazatelů ROE a EVA

Jedním z nejvíce používaných ukazatelů v rámci pyramidových ukazatelů je bezpochyby rentabilita vlastního kapitálu (ROE). Je to z toho důvodů, že rentabilita má vazby jak na úroveň zadluženosti, tak likvidity a rovněž na aktivitu podniku. Proto jsou bez nadsázky brány za jedny klíčové ukazatele výkonnosti. Z hlediska rozkladu je správná konstrukce ukazatele brána jako elementární věc, která způsobuje skutečné zobrazení aspektů dílčích ukazatelů. První úroveň rozkladu ROE je dána charakteristickou rovnicí:

$$ROE = \frac{EAT}{T} \cdot \frac{T}{A} \cdot \frac{A}{E}, \quad (2.76)$$

přičemž VK je vlastní kapitál, EAT značí čistý zisk, T jsou tržby, $\frac{T}{A}$ obrat aktiv a $\frac{A}{E}$ je finanční páka.

Kromě tohoto základního vzorce existuje další, v pořadí druhá úroveň rozkladu, a to:

$$ROE = \frac{EAT}{E} = \frac{EAT}{EBT} \cdot \frac{EBT}{EBIT} \cdot \frac{EBIT}{T} \cdot \frac{T}{A} \cdot \frac{A}{E}, \quad (2.77)$$

kde $\frac{EAT}{T}$ představuje rentabilitu tržeb, $\frac{EAT}{EBT}$ vyjadřuje daňovou redukci zisku, $\frac{EBT}{EBIT}$ úrokovou redukci zisku, $\frac{EBIT}{T}$ provozní rentabilitu, $\frac{T}{A}$ obrat aktiv a $\frac{A}{E}$ je finanční páka.

Při této úrovni rozkladu platí fakt, že ukazatele úrokové redukce a finanční páky mají opačný vliv na ukazatel ROE, kdy úroková redukce způsobuje pokles hodnoty, zatímco ukazatel finanční páky zvyšuje hodnotu ukazatele ROE. Úroková redukce vypovídá o tom, jak velká část dosaženého zisku je odčerpána splacením úroků.

Rozklad ukazatele EVA je druhým nejčastěji prováděným rozkladem. Je to z toho důvodu, protože ekonomická přidaná hodnota patří mezi přední ukazatele finanční výkonnosti. Rozkladem tohoto ukazatele bude zjištěn nejen vliv dílčích ukazatelů, které na něj působí, ale i jejich změny. Ať už to u dílčích ukazatelů, nebo u celkového ukazatele, ale bude zjištěn směr a intenzita dílčích ukazatelů. Dle *Dluhošová (2004)* tento rozklad zohledňuje jednak provozní vlivy, ale taktéž vliv finanční struktury, ovšem v menší míře. V praktické části bude proveden rozklad EVA na základě metody funkcionální, jehož schéma je zobrazeno v příloze č.. První úroveň rozkladu vychází ze vztahu:

$$EVA = (ROE - R_E) \cdot VK, \quad (2.78)$$

Přičemž R_E vyjadřuje náklady vlastního kapitálu a ROE je rentabilita vlastního kapitálu, VK pak značí vlastní kapitál podniku.

2.7 Analýza odchylek

Jedná se o metodu, která se užívá při pyramidových rozkladech a jejím smyslem je zjišťování a provádění rozborů odchylek syntetických ukazatelů, díky čemuž se pak dají vyčíslit faktory, které k daným odchylkám nejvíce přispívají. Celkovou změnu vrcholového ukazatele je možné vyčíslit jako součet odchylek zvolených dílčích ukazatelů následovně:

$$\Delta y_x = \sum_i \Delta x_{ai}, \quad (2.79)$$

kde a_i jsou dílčí ukazatele, Δx_{ai} je pak vliv dílčího ukazatele a_i na analyzovaný ukazatel x a Δy_x vyjadřuje přírůstek vlivu analyzovaného ukazatele.

Jednotlivé odchylky mohou být vyjádřeny jak absolutně, tak relativně. V rámci pyramidových ukazatelů se lze v zásadě setkat se dvěma základními typy vazeb a to s vazbou aditivní a s vazbou multiplikativní.

Aditivní vazba „*Vyčíslení vlivů u aditivní vazby je obecně platné a celková změna je rozdělena podle poměru změny ukazatele na celkové změně ukazatelů,*“ uvádí *Dluhošová (2010, s. 34)*. Aditivní vazba představuje rozdíl či součet vlivů dílčích ukazatelů, které tak tvoří celkový vrcholový ukazatel a platí, že $x = \sum_i a_i = a_1 + a_2 + \dots + a_n$. Celkovou změnu lze ještě jednou vyjádřit následujícím způsobem:

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\Delta a_i}{\sum \Delta a_i} \cdot \Delta y_x, \quad (2.80)$$

přitom $\Delta a_i = a_{i,1} - a_{i,0}$, kde $a_{i,0}$ je hodnota ukazatele i pro výchozí stav nebo čas a $a_{i,1}$ je pak hodnota ukazatele i pro následný stav nebo čas.

Multiplikativní vazba je naopak vyjádřena součinem či podílem jednotlivých dílčích ukazatelů a přitom musí platit, že $x = \prod_i a_i = a_1 \cdot a_2 \dots a_n$. Kromě těchto dvou zmíněných vazeb se lze výjimečně setkat i s exponenciální vazbou.

2.7.1 Metody rozkladu pro multiplikativní vazbu

Při analýze odchylek pracující s multiplikativní vazbou, existuje několik konkrétních metod a to metoda postupných změn, metoda rozkladu se zbytkem, metoda funkcionální, metoda logaritmická a integrální. Přičemž první dvě metody jsou založené na tom, že při změně jednoho ukazatele jsou ostatní ukazatele neměnné. Naopak poslední metody pracují současně se změnami všech ukazatelů a proto tak mají lepší vypovídající schopnost.

Metoda postupných změn se užívá v případech, kdy dochází ke změně pouze jednoho činitele a ostatní jsou neměnné. Díky tomuto faktu, je výpočet metody jednoduchý a proto je tato metoda hodně užívaná. Další výhodou této metody je ta, že vychází beze zbytku. Jistou nevýhodou je zde závislost na pořadí jednotlivých ukazatelů, která se tak promítne do výsledku. Zmíněnou závislost lze vyjádřit vztahem:

$$\begin{aligned}x &= a \cdot b \cdot c, \\ \Delta x_a &= \Delta a \cdot b_0 \cdot c_0, \\ \Delta x_b &= a_1 \cdot \Delta b \cdot c_0, \\ \Delta x_c &= a_1 \cdot b_1 \cdot \Delta c,\end{aligned}\tag{2.81}$$

přičemž $\Delta x_{a,b,c}$ je změna vrcholového ukazatele, zapříčiněná změnou dílčího ukazatele ($\Delta a, \Delta b, \Delta c$). Hodnoty a_1, b_1 jsou dílčí ukazatele v běžném období a b_0, c_0 jsou pak hodnoty jednotlivých dílčích ukazatelů v předešlém období.

Metoda rozkladu se zbytkem na rozdíl od předešlé metody není založena na pořadí daných ukazatelů při výpočtu, na druhou stranu zde vzniká zbytek R , kvůli němuž je tato metoda často kritizována. Proto je vhodné z hlediska použití užít tuto metodu v případech, kdy je hodnota zbytku malá nebo zanedbatelná. V případě tří dílčích ukazatelů vypadá vyčíslení vlivů následovně:

$$\begin{aligned}\Delta x_{a_i} &= \Delta y_a \cdot a_{2,0} \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{3}, \\ \Delta x_2 &= \Delta y_1 \cdot a_{2,0} \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{3}, \\ \Delta x_3 &= \Delta y_a \cdot a_{2,0} \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{3},\end{aligned}\tag{2.82}$$

kdy zbytek $R = \Delta y_x - \left[\Delta a_1 \cdot \Delta a_{2,0} \cdot \Delta a_{3,0} + a_{1,0} \cdot \Delta a_2 \cdot a_{3,0} + a_{1,0} \cdot a_{2,0} \cdot \Delta a_3 \right] \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}$.

Logaritmická metoda vychází, jak už vyplývá z názvu, z logaritmu respektive z logaritmu indexů dílčích ukazatelů, nebo-li vychází ze spojitých výnosů a pracuje se změnou všech ukazatelů. Nevznikají zde tak problémy s pořadím ani s existencí zbytku. Pokud však podnik vykazuje ztrátu, nastává problém, neboť indexy nemůžou nabývat záporných hodnot a tudíž nelze poté použít tuto metodu. Ovšem v případě záporného indexu lze udělat kompromis a danou větev lze nahradit metodou funkcionální případně postupných změn. Vztah pro výpočet vlivů je následující:

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\ln I_{a_i}}{\ln I_x} \cdot \Delta y_x, \quad (2.83)$$

kde $I_x = \frac{x_1}{x_0}$ a $I_{a_i} = \frac{a_{i,1}}{a_{i,0}}$ je index vrcholového ukazatele, respektive dílčích ukazatelů.

Funkcionální metoda pracuje s diskrétními výnosy a z hlediska interpretace je zohledňován kombinovaný vliv všech dílčích ukazatelů. Výhody jsou stejné jak u předchozí logaritmické metody. Navíc je možné užití metody i v případech záporných indexů. Svým výpočtem patří metoda mezi nejsložitější. Při rovnoměrném rozdělení zbytku a opětovném použití tří dílčích ukazatelů jako v předchozích případech, lze vlivy vyčíslit následovně:

$$\begin{aligned} \Delta x_{a_1} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_1} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_2} \cdot R_{a_3} \right) \cdot \Delta y_x \\ \Delta x_{a_2} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_2} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_1} \cdot R_{a_3} \right) \cdot \Delta y_x \\ \Delta x_{a_3} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_3} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_1} \cdot R_{a_2} \right) \cdot \Delta y_x, \end{aligned} \quad (2.84)$$

kde R_{a_i} a R_x znamenají diskrétní výnos ukazatelů a_i a x , přitom $R_{a_j} = \frac{\Delta a_j}{a_{j,0}}$, $R_x = \frac{\Delta x}{x_0}$,

$$\Delta a_i = a_{i,1} - a_{i,0} \cdot R_{a_i}$$

Metoda integrální má téměř identický postup jako funkcionální metoda. Jediný rozdíl mezi těmito metodami je podle Zmeškal (2013) ten, že je aplikována pouze složka Taylorova rozvoje prvního stupně. Čímž tak lze jednotlivé vlivy za určitých předpokladů vyjádřit následujícími vztahy:

$$\Delta x_{a_1} = \frac{R_{a_1}}{R_x} \cdot \Delta y_x,$$

$$\Delta x_{a_2} = \frac{R_{a_2}}{R_x} \cdot \Delta y_x,$$

$$\Delta x_{a_3} = \frac{R_{a_3}}{R_{x'}} \cdot \Delta y_x. \quad (2.85)$$

Z výše uvedených vztahů vyplývá, že pro jakýkoliv počet při $R_{x'} = \sum_{j=1}^N R_{a_j}$, platí, že

$$\Delta x_{a_1} = \frac{R_{a_j}}{R_{x'}} \cdot \Delta y_x. \quad (2.86)$$

2.7.2 Analýza citlivosti vlivů

Vzhledem k tomu, že existuje velké množství dat o různé kvalitě, jakož i metodická variabilita či neurčitost predikce (forecasting), je doporučeno provést i analýzu citlivost vrcholového ukazatele. Citlivostní analýza vlivů vyjadřuje změnu celkového parametru při změně nějakého dílčího faktoru. Vyjádření syntetického ukazatele může odpovídat podobě funkce jeho dílčích ukazatelů, což lze zapsat takto:

$$U = f(F_1, F_2, \dots, F_n), \quad (2.87)$$

Citlivost souhrnného syntetického ukazatele na jeden faktor lze vyjádřit podle vzorce:

$$U_{1+\alpha}^{F_1} = f[(1+\alpha) \cdot F_1, F_2, F_3, \dots, F_n], \quad (2.88)$$

Nebo jako hodnotový přírůstek vlivem změny parametru:

$$\Delta U_{\alpha}^{F_1} = U_{1+\alpha}^{F_1} - U = f[(1+\alpha) \cdot F_1, F_2, F_3, \dots, F_n] - U, \quad (2.89)$$

přičemž α značí relativní odchylku, jež může nabývat kladných, tak záporných hodnot.

V případě posuzování citlivosti několika vstupních parametrů najednou, je možné pak citlivost v rámci jednotlivých faktorů vypočítat na základě následujícího vztahu:

$$U_{1+\alpha, 1+\beta, 1+\gamma} = f[(1+\alpha) \cdot F_1, (1+\beta) \cdot F_2, (1+\gamma) \cdot F_3, F_4 + \dots + F_n], \quad (2.90)$$

$$U_{\alpha, \beta, \gamma} = U_{1+\alpha} - U = f[(1+\alpha) \cdot F_1, (1+\beta) \cdot F_2, (1+\gamma) \cdot F_3, F_4 + \dots + F_n] - U. \quad (2.91)$$

V rámci analýzy citlivosti změny ukazatele EVA na změnu vlivu jakéhokoliv jednoho faktoru, jímž může být například R_E , lze změnu vyjádřit dle rovnice:

$$\Delta EVA_{\alpha} = \left[\left(\Delta \frac{\text{úroky}}{V} + \Delta \frac{DzP}{V} + \Delta \frac{EAT}{V} \right) \cdot \Delta \frac{V}{A} \cdot \Delta \frac{EAT}{EBIT} \cdot \Delta \frac{A}{VK} - \Delta R_E \cdot (1+\alpha) \right] \cdot \Delta VK, \quad (2.92)$$

kde V jsou výnosy, α vyjadřuje relativní odchylku, DzP je daň z příjmů, $EBIT$ značí zisk před úroky, A aktiva, VK vlastní kapitál, EAT čistý zisk a R_E jsou pak náklady vlastního kapitálu.

3. Analýza finanční výkonnosti vybraného podniku

V úvodní části této kapitoly bude nejprve představena vybraná společnost XY včetně základních údajů samotné společnosti, výčet její činností a dosavadní vývoj, dále výrobní sortiment a obchodní činnost. Poté bude provedena horizontálně-vertikální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty, analýza poměrových ukazatelů, včetně bonitních a bankrotních modelů. Následně bude provedeno ohodnocení finanční výkonnosti pomocí ukazatele EVA, kdy nejprve budou vyčísleny náklady kapitálu, poté výpočet samotného ukazatele, a nakonec bude proveden rozklad ukazatele EVA, včetně provedení citlivostní analýzy. Na závěr kapitoly bude provedeno srovnání společnosti s hodnotami za odvětví, a to za analyzované období 2011 až 2015. Při provádění výpočtů se bude vycházet zejména z údajů výročních zpráv společnosti uvedených na webovém portálu justice.cz či z internetových stránek společnosti, přičemž finanční výkazy jsou uvedeny v přílohách č. 1, č.4 a č. 6.

3.1 Charakteristika společnosti XY

Společnost XY patří mezi dodavatele betonových výrobků pro stavebnictví se zaměřením na železniční, silniční (dopravní) a pozemní stavby včetně revitalizace panelových domů, výstavby ekologických staveb, průmyslových a obchodních center v České republice a jistou roli sehraává i v zahraničí. Společnost podniká ve zpracovatelském průmyslu. Nejvyšším orgánem společnosti je valná hromada.

Historie společnosti se datuje od roku 1952, kdy vznikl v Praze „Podnik pro lomy a šterkovny“, jehož základem byla lomařská činnost. Na základě rozhodnutí Ministerstva železnice byl podnik v roce 1953 přejmenován na podnik Průmyslová výroba železničního stavebnictví, jehož působnost se vztahovala na celou oblast železniční sítě ČSR. Tento podnik vyráběl šterk průmyslovým způsobem, betonové pražce a prefabrikované výrobky pro potřeby železniční dopravy. Postupně během 60. a 70. let vznikaly jednotlivé závody. Poté v roce 1963 bylo vedení firmy přestěhováno z Prahy na Jižní Moravu. V této době vznikla taky obchodní značka této společnosti. Po několika-ti organizačních změnách zahrnuje od 1. dubna 1967 základní struktura šest závodů

Společnost pro **řízení a kontrolu kvality** využívá certifikovaný systém integrovaného managementu, ve kterém je zahrnuta oblast managementu kvality (QMS), prostředí (EMS) a systému BOZP. Tento integrovaný systém splňuje normy ČSN EN ISO a ČSN OHSAS. Zároveň společnost pro nestranné posouzení kvality výroby provozuje vlastní zkušební laboratoř, která má akreditaci od Českého institutu pro akreditaci. Tuto akreditaci je podniku udělována již od roku 1993 a to pro široký rozsah zkoušek kameniva, cementů, oceli

a betonů. Rovněž společnost pravidelně vkládá nemalé prostředky do výroby a inovací, a to jak do stávajících pražců, tak do vývoje nových pražců.

Výrobní portfolio společnosti je složeno v současné době z mnoha výrobků, které lze dle užití rozčlenit na: prefabrikáty pro železniční značkování, prefabrikáty pro drátovody, zábradlí a svodidla, betonové obrubníky, ostatní prefabrikáty pro dopravní a komunální stavby, betonové a železobetonové trouby, prefabrikáty pro vstupní šachty, segmenty štol, stropní nosníky, desky, panely, sloupy, pilíře, silniční panely, protihlukové stěny, ostatní prefabrikáty pro inženýrské stavby apod. Kromě zmíněných výrobků společnost poskytuje služby v podobě distribuce elektřiny. Přitom za hlavní stavební program je považována výroba betonových pražců.

Společnost je členem mezinárodní skupiny a kromě šesti zmíněných závodů, společnost zahrnuje další dva zahraniční závody. Svou činností společnost dodává zboží a služby za více než 1 800 mil. Kč ročně. **Vize** společnosti je udržet si stávající postavení dodavatele komplexního pražcového programu v ČR, SR i v Bulharsku, dále rozšíření pozice dodavatele infrastrukturních staveb v ČR a SR, či využít referencí hlavního akcionáře v Madridu a tím tak expandovat na jiné trhy, např. právě na španělský trh.

3.2 Horizontálně – vertikální analýza výkazů společnosti

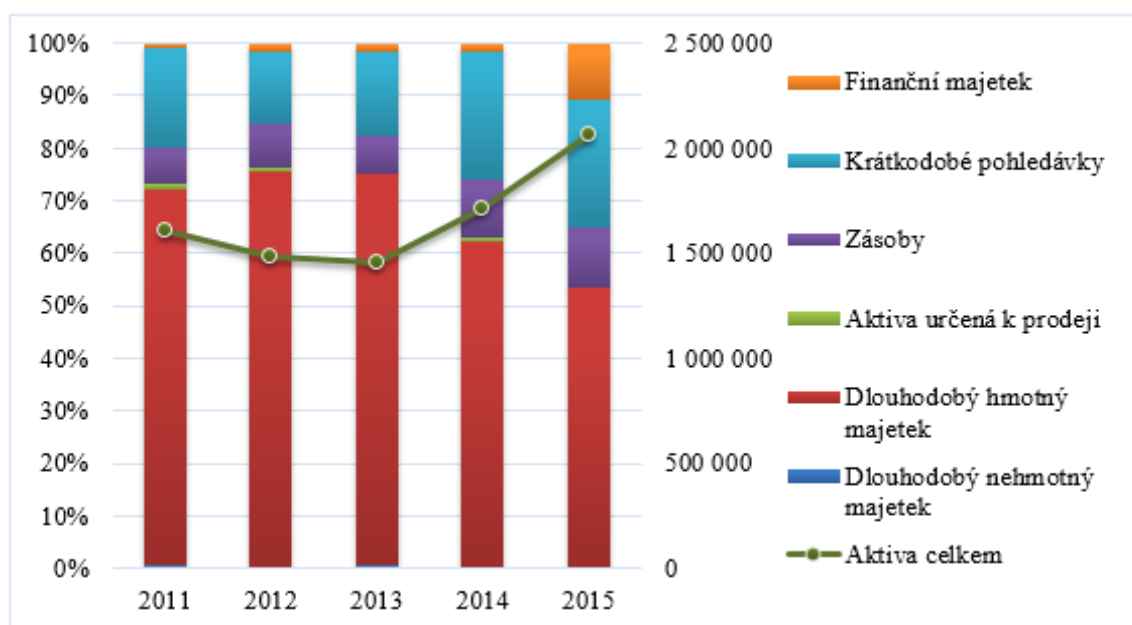
V této podkapitole bude provedena současně jak horizontální, tak vertikální analýza rozvahy, tak výkazu zisku a ztráty, a to za analyzované období 2011–2015. Pokaždé bude popsán vývoj a změny jednotlivých vybraných složek aktiv i pasiv a vybraných položek výkazu zisku a ztráty. Rovněž stejným způsobem bude provedena i vertikální analýza, přičemž provedená horizontální analýza bude provedena na základě vztahu (2.6) pro absolutní, respektive dle vztahu (2.7) pro relativní změnu. Naopak vertikální analýza bude vycházet ze vztahu (2.8). Veškeré použité údaje jak pro horizontální, tak vertikální analýzu budou čerpány z účetních výkazů společnosti XY, které jsou v plném rozsahu uvedeny v přílohách č. 2, 3 a 4. Je důležité zmínit, že společnost sestavuje své účetní výkazy pouze podle mezinárodních účetních standardů (IFRS) dle nařízení Evropské komise platící pro společnosti, jejichž akcie jsou veřejně obchodovatelné na burze. Tyto standardy mají jisté odlišnosti a výhody od českých účetních standardů. Podstatný rozdíl mezi těmito dvěma způsoby spočívá v tom, že IFRS nestanovují konkrétní formu účetních výkazů, neuvádí standardní souvztažnosti účtů a nevyhlašují žádnou účtovou rozvahu. IFRS tak nevypovídají nic o způsobu účtování, ale předepisují požadované minimální rozsahy informací, které musí

společnost zveřejňovat. Hlavní výhodou použití IFRS je lepší zobrazení finanční pozice a výkonnosti společnosti a využití pro mezinárodní srovnání.

3.2.1 Horizontálně-vertikální analýza rozvahy

Nejprve byla provedena **horizontálně-vertikální analýza aktiv** za analyzované období 2011-2015, která je kompletně znázorněna jak v užší podobě v příloze č. 8, tak rozšířené podobě v přílohách č. 10 a 11. Průběh vybraných položek aktiv je znázorněn v následujícím grafu 3.1, přičemž v rámci dlouhodobého majetku byla brána celková suma položek. Naproti tomu struktura oběžných aktiv byla zpracována podrobněji.

Graf 3.1 Vývoj vybraných položek aktiv za analyzované období 2011-2015



Zdroj: vlastní zpracování

Z výše uvedeného grafu 3.1 je patrné, že celková aktiva se v čase vyvíjela proměnlivě. Na začátku analyzovaného období dosahovala hodnota aktiv částky 1 160 023 tis. Kč. Poté však následoval dvouroční meziroční pokles, kdy aktiva klesla nejprve o 120 516 tis. Kč v roce 2011, což odpovídá 7,50 %. V roce 2013 klesla pak ještě o 32 420 tis. Kč. Tato negativní změna byla způsobena především úbytkem oběžných aktiv, jmenovitě krátkodobých pohledávek o 97 538 tis. Kč v roce 2012. V roce 2013, jakož i v předchozím roce, pak za poklesem stálo snížení dlouhodobého hmotného majetku vlivem odepsanosti strojů a dopravních prostředků či vlivem přecenění hodnoty a prodeje budov související s plánovaným prodejem závodu Borohrádek. Lze tak konstatovat, že společnost v prvních obdobích výrazně neobnovovala stroje a výrazně neinvestovala. Tento trend trval až do konce roku 2014.

Od roku 2014 se však situace změnila z pohledu celkových aktiv, neboť ta vykazovala již pouze rostoucí charakter, kdy byl zaznamenán největší nárůst aktiv v posledním roce, a to o 350 078 tis. Kč. V tomto roce se totiž výrazně navýšila hodnota oběžných aktiv, kdy tento efekt byl zapříčiněn společnými změnami jednotlivých položek, zejména nárůstem zásob o 44 307 tis. Kč, z důvodu rozšíření výroby. Další výrazný podíl na navýšení oběžných aktiv měla hodnota krátkodobých pohledávek, jejichž hodnota narostla o 78 970 tis. Kč, především pak pohledávek z obchodních vztahů. K největší změně však došlo v rámci peněžních prostředků a ekvivalentů, jejichž suma narostla o 191 559 tis. Kč, což v relativním vyjádření činí nárůst o 686,91 %. Hodnota ostatních aktiv, které zahrnují pouze náklady příštích období a které podle IFRS jsou zaneseny do krátkodobých aktiv, byla po analyzované období zanedbatelná a z hlediska této analýzy tak nemají téměř žádné opodstatnění. Jejich podíl nečinil více než 0,31 % a lze jej opravdu považovat za zanedbatelný.

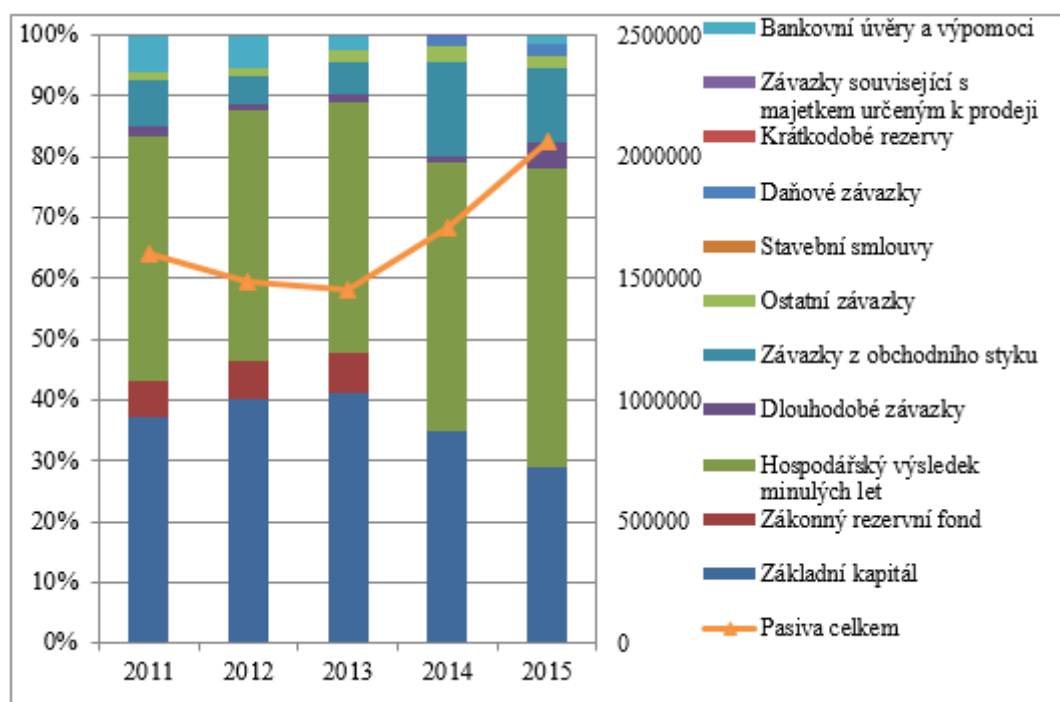
Co se týče složení celkové bilanční sumy převládal po celé sledované období podíl dlouhodobého majetku, který byl v prvních třech obdobích výrazně větší než podíl oběžných aktiv. Až v posledním roce se podíl dlouhodobého majetku a oběžných aktiv téměř vyrovnal. Procentuálně se podíl dlouhodobého majetku na aktivech pohyboval v rozmezí od 53 % do 75 %, přičemž do konce roku 2013 tento podíl neustále meziročně rostl. Velký podíl na dlouhodobém majetku měly stavby, stroje a dopravní prostředky, jejichž podíl je poměrně vyrovnaný a v průměru u obou položek činil 15% podíl na aktivech. Tento podíl byl o něco málo větší než suma předchozích položek staveb a strojů. Zbytek položek měl poměrně nízký podíl. Snad jen ještě podíl dlouhodobých pohledávek z obchodního styku, které jsou dle IFRS zařazeny do dlouhodobých aktiv, měly opodstatněnou výši v rámci majetkové struktury v prvních třech obdobích. Ale například podíl dlouhodobého nehmotného majetku, zahrnujícího software, ocenitelná práva a nedokončený nehmotný majetek, se pohyboval v rozmezí od 0,19 % do 0,55 %.

Podíl oběžných aktiv na celkové struktuře aktiv společnosti od roku 2012 neustále rostl, přičemž největší podíl byl zaznamenán v posledním roce, a to 46,60 %. V tomto roce totiž významně vzrostl krátkodobý finanční majetek (dále již KFM) z 1,63 % na 10,64 %, což v absolutním vyjádření znamená nárůst o 191 559 tis. Kč. KFM byl po celou dobu tvořen výlučně pouze hotovostí a penězi na účtech. Oběžný majetek byl tvořen po celé období převážně zásobami a krátkodobými pohledávkami. Podíl zásob měl až na rok 2013, kdy došlo k poklesu, rostoucí charakter a pohyboval se v rozmezí od 7,04 % do 11,24 %. Největší zastoupení z pohledu zásob měly položky materiál a výrobky. Co se týče krátkodobých pohledávek, tak ty se nejvýrazněji podílely na majetkové struktuře. Nejčastější podobou

pohledávek byly pohledávky z obchodního styku, jejichž podíl byl téměř identický jako celková suma krátkodobých pohledávek. Další položky oběžných aktiv, které jsou v českých podmínkách trochu netradiční, jsou stavební smlouvy, což jsou v podstatě pohledávky či aktiva určená k prodeji. Jimi dle IFRS může být i dlouhodobý majetek a tvoří nepatrný podíl.

Následující část je věnována **horizontálně-vertikální analýze celkových pasiv** za sledované období 2011-2015, kdy v následujícím grafu 3.2 je vyobrazena struktura pouze vybraných položek. Souhrnná analýza všech položek pasiv je pak uvedena v příloze č.8, respektive v širší podobě v přílohách č. 11 a 16.

Graf 3.2 Vývoj vybraných položek pasiv za analyzované období 2011-2015



Zdroj: vlastní zpracování

Vývoj celkových pasiv odpovídá vývoji aktiv, ovšem u pasiv výrazně převládá hodnota, a tedy zákonitě i podíl vlastního kapitálu nad cizími zdroji. Hodnota vlastního kapitálu se v čase vyvíjela daleko vyrovnaněji, než tomu bylo v případě cizích zdrojů. Do roku 2013 byl pokles vlastního kapitálu způsoben snížením položky nerozděleného zisku, ve kterém je obsažena i hodnota výsledku hospodaření běžného období, jak to umožňují IFRS. I přes navýšení výsledku hospodaření v roce 2012 o 14 427 tis. Kč nerozdělený zisk celkově relativně klesl o 1,24 %. Jak už bylo naznačeno, od roku 2014 pak docházelo již k pozitivnímu růstu, jehož tempo se meziročně navyšovalo. V tomto roce navíc došlo k důležité změně, kdy byl na základě rozhodnutí dozorčí rady zrušen rezervní fond a jeho hodnota byla převedena do nerozděleného fondu, o kterou byl tak navýšen. Zároveň od tohoto roku výsledek hospodaření, který vzrostl nejprve o 54 107 tis. Kč a v posledním roce pak

dokonce o 190 842 tis. Kč (o 12,45 %). Základní kapitál, který je tvořen 596 31 ks akcií o jmenovité hodnotě 1000 Kč, jež jsou obchodovatelné na volném RM-systému, byl po celé sledované období ve stejné výši.

Cizí zdroje, tedy dlouhodobé závazky a krátkodobé závazky, zaznamenaly pokles, jak to mu bylo u vlastního kapitálu, ovšem jejich celkový objem je několika-násobně menší. Pokles dlouhodobých závazků v letech 2012 byl ovlivněn především poklesem daňového závazku společnosti, který klesl o 7 722 tis. Kč (v relativním vyjádření o 46,44 %). V roce 2013 byl pak pokles zanedbatelný. Po celou dobu společnost tvořila rezervy ve výši necelých 7 000 tis. Kč. Rezervy byly tvořeny zejména na záruční opravy, dlouhodobé rezervy pak na sanace, rekultivace a důlní škody způsobené těžbou kameniva. V roce 2015 došlo ke skokovému nárůstu dlouhodobých závazků o 72 717 tis. Kč, což je relativní nárůst o 389 %. Tento enormní nárůst byl způsoben dlouhodobým úvěrem od GE Money Bank na inovaci linky na výrobu pražců, jehož splatnost je do roku 2020. Bankovní úvěry se podle ČÚS evidují zvlášť, ovšem v rámci sestavení dle IFRS jsou zařazeny dle splatnosti. V tomto případě do dlouhodobých závazků. Tento úvěr je zajištěn pomocí blankosměnky. Podstatnou část cizích zdrojů ale tvořily krátkodobé závazky, jejichž vývoj byl stejný jako u dlouhodobých. Tedy do roku 2013 nejprve klesaly z důvodu poklesu závazků z obchodního styku o 52 915 tis. Kč (o 43,23 %) v roce 2012 a v roce 2013 pak poklesly z důvodu snížení objemu krátkodobých úvěrů o 45 000 tis. Kč, což je relativní změna o 56,25 %. Následující rok došlo k velkému nárůstu cizích zdrojů, především těch krátkodobých. Konkrétně došlo k navýšení závazků z obchodního styků, které zahrnují neuhrazené částky, subdodávky a přijaté zálohy, a to o 199 591 tis. Kč. Dále byl růst cizích zdrojů ovlivněn růstem ostatních závazků, především dohadných účtů (mzdových nákladů), které v ČÚS jsou evidovány v časovém rozlišení. V posledním roce stálo za navýšením cizího kapitálu několik změn. Jednak nárůst rezerv o 37 058 tis. Kč, dále nárůst daňových závazků o 16 980 tis. Kč a přijetí krátkodobého úvěru od GE Money Bank.

Jak lze vyčíst z grafu 3.2, aktiva byla financována výhradně z vlastních zdrojů, a to v průměru z 83 %. Nejvíce pak v roce 2013, a to téměř z 90 %. Podíl základního kapitálu na pasivech se pohyboval od 28,90 % do 41,03 %, přičemž od roku 2014 tento podíl klesal. Naproti tomu podíl nerozděleného zisku neustále rostl. To bylo jednak z důvodu přesunutí hodnoty rezervního fondu, jehož podíl byl v průměru kolem 6 % ale i z důvodu zvyšování výsledného efektu společnosti. Celkově činil podíl nerozděleného zisku 40 % a výše.

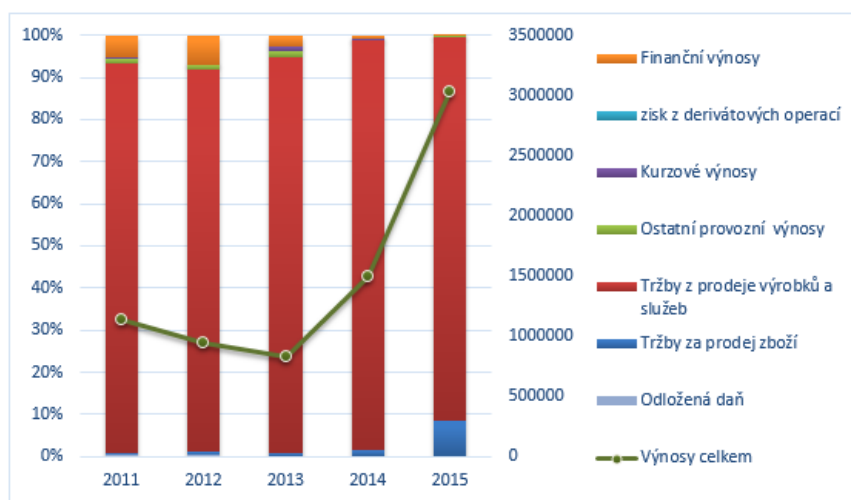
Cizí zdroje se podílely na financování majetku výrazně méně, kdy jejich podíl se pohyboval od 10,89 % do 21,97 % v roce 2015. Podíl dlouhodobých závazků byl poměrně nízký, kdy

v období 2011 až 2014 se tento podíl pohyboval kolem hranice 1 %. Až v posledním roce se podíl zvýšil na 4,43 %, což bylo ovlivněno nárůstem rezerv na garanční opravy z důvodu enormního nárůstu výroby. Krátkodobé závazky pak tvořily zbytek již zmíněného podílu. Největší zastoupení měly po celou dobu závazky z obchodních styků a bankovních úvěrů, kdy pouze v roce 2014 žádné úvěry společnost neměla. Podíl ostatní závazků se pak pohyboval v rozmezí od 1,19 % do 2,38 %.

3.2.1 Horizontálně-vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

V této části práce bude provedena horizontálně-vertikální analýza výkazu zisku a ztráty za analyzované období 2011-2015. V rámci horizontální analýzy byly zachyceny meziroční změny vybraných položek z výkazu zisku a ztráty. Z pohledu procentuálního rozboru těchto vybraných položek byly jejich podíly vztaženy ke zvolenému základu, jímž jsou tržby za prodané výrobky, služby a zboží. V následujícím grafu 3.3 je zachycen vývoj vybraných položek výkazu zisku a ztráty k tržbám, přičemž kompletní rozbor všech položek je uveden v přílohách č. a v rámci nákladů pak v příloze č. 6

Graf 3.3 Vertikálně-horizontální analýza vývoje výnosů za období 2011-2015



Zdroj: vlastní zpracování

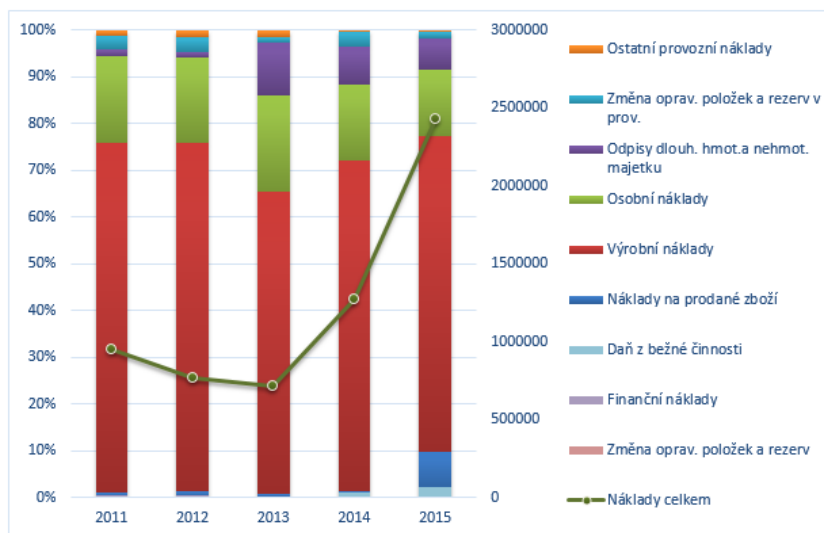
V grafu 3.3 je znázorněn vývoj jednotlivých položek výnosů a tržeb z výkazu zisku a ztrát, a to konkrétně tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb, tržby z prodeje výrobků, ostatní provozní výnosy, kurzové výnosy, výnos z derivátových operací a finanční výnosy. Hodnota celkových výnosů měla v průběhu analyzovaného období proměnlivý vývoj, kdy v roce 2012 a 2013 byl zaznamenán pokles. V roce 2012 došlo k poklesu o 200 577 tis. Kč zejména z důvodu poklesu tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb o 201 121 tis. Kč, konkrétně tržeb z prodeje služeb, které klesly o 101 029 tis. Kč. V roce 2013 byl celkový pokles tržeb způsoben poklesem tržeb z prodeje vlastních výrobků, a dále snížením finančních

výnosů o 45 140 tis. Kč. Negativní změna v tomto roce byla způsobena zhoršenou situací ve stavebnictví. V roce 2014 celková hodnota tržeb vzrostla zásluhou zvýšením tržeb z prodeje vlastních výrobků. V tomto roce navíc celkový růst podpořil nárůst tržeb z prodeje zboží, které vzrostly o 14 753 tis. Kč. Největší nárůst byl zaznamenán v posledním analyzovaném roce, a to ve výši 1 528 122 tis. Kč. Tento nárůst podpořila dobrá situace v odvětví a v případě společnosti XY rovněž situace ve stavebnictví.

Při vertikální analýze výnosů je na první pohled patrné, že největší podíl na celkových výnosech měly po celou dobu jednoznačně tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb, jejichž podíl se pohyboval v rozmezí od 91,26 % do 97,20 %. Je zajímavé, že největší podíl těchto tržeb byl zaznamenán v roce 2014 a ne až 2015, kdy byl zaznamenán nejvyšší meziroční nárůst těchto tržeb o 1 305 604 tis. Kč. Ostatní položky měly na celkových výnosech zanedbatelný vliv. Pouze v roce 2015 došlo k významné změně tržeb z prodeje zboží, které relativně vzrostly o 232 517 tis. Kč.

V následujícím grafu 3.4 je znázorněna struktura vybraných položek nákladů za období 2011 až 2015.

Graf 3.4 Vertikálně-horizontální analýza vývoje nákladů za období 2011-2015



Zdroj: vlastní zpracování

Vybranými nákladovými položkami byly pro účely této horizontálně vertikální analýzy náklady na prodané zboží, osobní náklady, výrobní náklady, odpisy dlouhodobého a nehmotného majetku, ostatní provozní náklady a finanční náklady. Jak je na první pohled patrné, vývoj celkových nákladů odpovídal vývoji celkových výnosů, přičemž meziroční změny v absolutním vyjádření nebyly tak vysoké jako v případě výnosů. Například v roce 2012 celkové náklady poklesly o 174 791 tis. Kč, přičemž pokles výnosů činil v tomto období 200 577 tis. Kč. Za poklesem nákladů stálo především snížení výrobních nákladů, jejichž

podíl na celkové struktuře je z grafu patrný. V tomto roce dále klesly osobní náklady, a to o 36 448 tis. Kč. Od roku 2014 pak náklady společnosti rostly. Nejvyšší nárůst byl zaznamenán v roce 2015, a to o 1 157 333 tis. Kč, což v relativním vyjádření činí nárůst o 91 %. Důvodem toho nárůstu byl nárůst výrobních nákladů, konkrétně nákladů na spotřebu materiálu, které vzrostly z důvodu zvýšení prodeje a tedy i samotné výroby.

Na základě vertikální analýzy je zřejmé, že největší podíl na celkových nákladech měly po celé sledované období tři, respektive čtyři nákladové položky. Na prvním místě to byly jednoznačně výrobní náklady jejichž podíl se pohyboval od 65,30 % do 76,22 %. Druhý největší podíl měly osobní náklady, jejichž podíl se pohyboval v rozmezí od 16,84 % do 20,89 %. Třetí největší nákladovou položkou byly odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku. Podíly ostatních nákladů na celkových nákladech byl zanedbatelný. Snad jen podíl nákladů na prodej zboží, které v poslední roce zaznamenaly podíl na nákladech ve výši 9,82 %.

3.3 Analýza poměrových ukazatelů

V této podkapitole je zhodnocena finanční situace společnosti XY za sledované období 2011 až 2013 na základě jednotlivých poměrových ukazatelů, a to rentability, finanční stability a zadluženosti, likvidity a aktivity. V úvodu bude u každého typu ukazatele ve stručnosti objasněna jejich teorie, následně budou dosažené výsledky, které budou prezentovány formou tabulek a grafů, okomentovány, odůvodněny a srovnány s doporučenými hodnotami. Srovnání zjištěných výsledků v rámci jednotlivých ukazatelů bude provedeno na základě doporučených hodnot, které budou ve většině případů vycházet zejména z publikace *Dluhošová (2010)*, *Kislingerová (2011)*. V rámci výpočtů daných ukazatelů budou užity účetní výkazy, které jsou uvedeny v přílohách č. 1-6.

3.3.1 Analýza vývoje ukazatelů rentability

Základním kritériem hodnocení rentability je stupeň výnosnosti vloženého kapitálu, jehož významnost je důležitá jak pro společnost, tak pro samotné investory (akcionáře). Na základě použitého typu kapitálu se rozlišují ukazatele rentability na: rentabilitu vlastního kapitálu (ROE), rentabilitu celkových aktiv (ROA), rentabilitu dlouhodobě investovaného kapitálu (ROCE). Navíc spadají do této oblasti ukazatelů rentabilita tržeb (ROS) a rentabilita nákladů (ROC). V nadcházející Tab. 3.1 jsou uvedeny hodnoty jednotlivých ukazatelů rentability, přičemž doporučené trendy u daných ukazatelů jsou dle *Dluhošová (2010)*.

Tab. 3.1 Ukazatele rentability za sledované období 2011 – 2015 v (%)

Ukazatel	vzorec	2011	2012	2013	2014	2015
Rentabilita vložených aktiv	2.9	0,33	1,54	0,92	5,61	15,48
Rentabilita investovaného kapitálu	2.12	0,39	1,73	1,02	7,00	18,78
Rentabilita vlastního kapitálu	2.11	1,05	2,19	0,92	4,88	15,96
Rentabilita tržeb (EAT)	2.13	1,34	3,35	1,55	4,53	9,30
Rentabilita tržeb (EBIT)	2.14	0,51	2,69	1,73	6,59	11,56
Rentabilita nákladů	2.15	1,27	3,13	1,51	4,69	10,62
Rentabilita vložených aktiv (EAT)	2.10	0,87	1,91	0,82	3,86	12,45

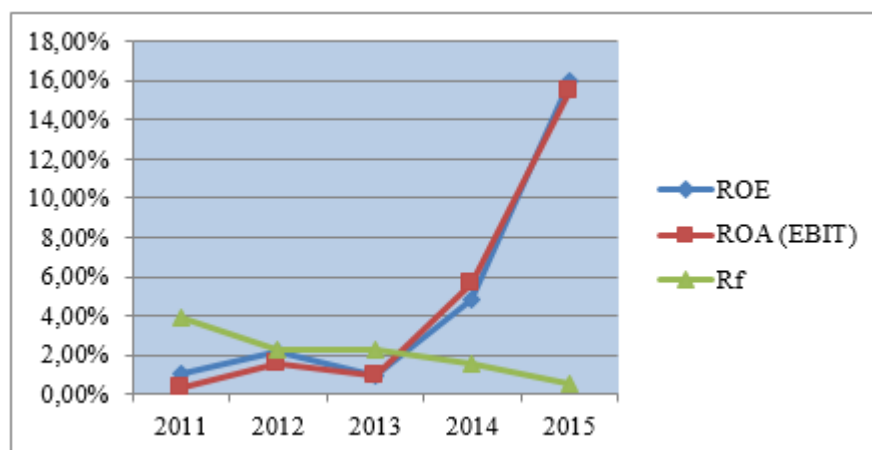
Zdroj: vlastní zpracování

Rentabilita aktiv (ROA) poměřuje dosažený efekt s celkovými aktivy vloženými do podnikání bez ohledu na skutečnost, z jakého kapitálu byla financována. Nejvhodnějším a zároveň nejkomplexnějším tvarem výpočtu tohoto ukazatele je výpočet na bázi EBIT. Rentabilita vložených aktiv by měla v čase růst, ale dle hodnot z Tab. 3.1 tak tomu není. V prvním sledovaném roce byla zaznamenána nejmenší hodnota, a to 0,33 %. Za tak extrémně nízkou hodnotou stojí především záporný zisk z provozní činnosti, z důvodu velkého objemu výrobních a osobních nákladů, a tím je i dosažený EBIT nízký. Následně byl v roce 2012 zaznamenán jistý nárůst na 1,54 %, ovšem i tato hodnota je nízká. Navíc v roce 2013 rentabilita opět klesla na 0,92 %, a to i přes opětovné snížení celkových aktiv. Je to zapříčiněno jednak meziročním poklesem tržeb o 76 269 tis. Kč, především tržeb za poskytnuté služby, a dále snížením finančních výnosů o 45 140 tis. Kč. V posledních dvou letech pak rentabilita výrazně vzrostla, především v roce 2015, ve kterém dosáhla svého maxima, a to 15,48 %. Za rostoucími hodnotami stojí daleko větší meziroční nárůst tržeb než meziroční nárůst celkových aktiv.

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) vypovídá o celkové výnosnosti vlastních zdrojů financování a vyjadřuje tak, kolik korun čistého zisku přinese jedna koruna kapitálu investovaného akcionářem. Trend daného ukazatele by měl mít opět rostoucí charakter. Této skutečnosti není dodrženo pouze v roce 2013, kdy rentabilita poklesla na 0,92 %. Za tak nízkou hodnotou ukazatele stojí pokles čistého zisku, jehož meziroční snížení o 16 491 tis. Kč je větší, než pokles VK, jenž klesl pouze o 6 113 tis. Kč z důvodu snížení kumulace nerozděleného zisku. Ovšem i hodnoty v předchozích dvou obdobích se od tohoto minima příliš nelišily, jak lze zpozorovat v Tab. 3.1. Stejně jak tomu bylo u předchozího ukazatele, je to způsobeno nízkou hodnotou dosaženého čistého zisku vzhledem k velikosti celkového kapitálu. Identicky jako u ROA pak došlo v posledních letech k nárůstu hodnoty, kdy opět

nejvyšší hodnota byla zaznamenána v posledním roce, a to 15,96 %. Příčinou tohoto příznivého trendu je tedy jednak větší generovaný efekt a zároveň snížení podílu VK na celkovém kapitálu společnosti. V této situaci tak platí tzv. pozitivní pákový efekt. U rentabilních společností by zároveň mělo platit, že ukazatel ROE byl měl nabývat vyšších hodnot než ukazatel ROA, a ten by měl být zároveň vyšší než bezriziková sazba R_f . V následujícím grafu 3.5 je znázorněn vývoj rentability ROA, ROE a bezriziková sazba R_f

Graf 3.5 Srovnání ukazatelů ROA a ROE s R_f (v %)



Zdroj: vlastní zpracování

Jak lze vyčíst z grafu 3.5, tak výše zmíněné pravidlo společnost XY dodržuje pouze v posledních dvou letech, což znamená, že z pohledu případného investora je vhodná investice do společnosti až v roce 2014. Jinak v prvních třech letech je výhodnější investovat do bezrizikového aktiva v podobě státních dluhopisů.

Rentabilita dlouhodobých zdrojů (ROCE) je ukazatelem hodnotícím dlouhodobé investování, a to užitím jak vlastních, tak cizích zdrojů bez ohledu na původ kapitálu. Stanovený rostoucí trend není opět dodržen. Po prvních dvou obdobích se rentabilita dostala na úroveň 1,73 %. Tato výsledná hodnota říká, že na jednu korunu dlouhodobých zdrojů připadá přes 3 haléře zisku. V roce 2013 pak rentabilita poklesla ze stejného důvodu jako v roce 2011, a to snížením hodnoty EBITu. Poté následoval příznivý rostoucí trend, přičemž v posledním roce sledovaného období vzrostla rentabilita více než 3-krát, a to na 18,78%. K tomuto růstu došlo i přes nárůst jak vlastního kapitálu, tak objemu dlouhodobých závazků o dlouhodobé úvěry, neboť velký nárůst čitatele má na výslednou hodnotu ukazatele daleko větší vliv. Za rapidním nárůstem EBITu stojí konkrétně nárůst tržeb z prodeje vlastních výrobků o více než 1 mld. Kč.

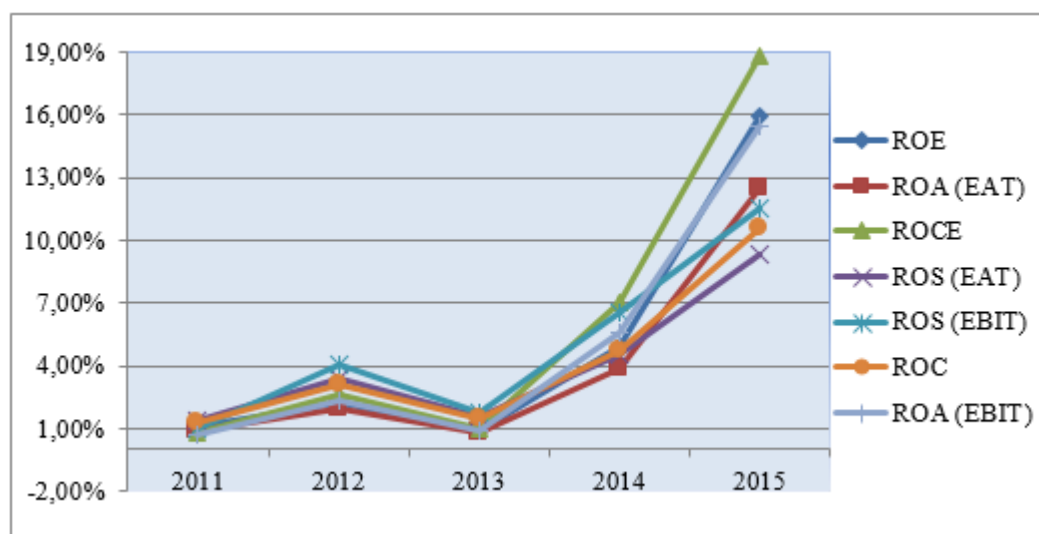
Rentabilita tržeb (ROS) vyjadřuje schopnost daného podniku generovat zisk, nebo-li hodnotí stupeň ziskovosti, a vypočítá se jako poměr čistého zisku k tržbám. Pod položkou

tržby jsou v tomto ukazateli zahrnuty tržby za prodané zboží a za prodej vlastních výrobků a služeb. Trend ukazatele má mít v čase rostoucí charakter. Z Tab. 3.1 vyplývá, že tento ukazatel vykazuje stejný průběh jako ostatní ukazatelé rentability, tedy že největší hodnoty bylo dosaženo v roce 2015, a to 9,30 %. Tato hodnota tedy říká, že na 1 Kč tržeb připadá zisk přes 9 haléřů. Ovšem v prvních třech obdobích dosahovala rentabilita nízkých hodnot, zejména v roce 2013 a pak v roce 2011, ve kterém zaznamenala vůbec nejmenší hodnotu, a to 1,34 %. Za tak nízkou hodnotou stojí, jak už bylo zmíněno, relativně malá hodnota dosaženého efektu k objemu dosažených tržeb. Důvodem nízkého čistého zisku je poměrně vysoký objem provozních nákladů, především nákladů na spotřebu materiálu. V následujícím roce pak hodnota vzrostla na 3,35 % z důvodu zvýšení EATu. Poté sice opět klesla, ale od roku 2014 byl zaznamenán růst až na již zmiňovanou maximální hodnotu 9,30 %. Nárůst v posledním roce o téměř 5 p. b. byl způsoben enormním meziročním nárůstem tržeb o 1, 305 mld. Kč oproti meziročnímu nárůstu čistého zisku o 190 842. tis. Kč.

Při provozně ziskovém rozpětí, na bázi EBITu, byl zaznamenán téměř identický vývoj hodnot, pouze s tím rozdílem, že hodnoty jsou větší v důsledku počítání s hodnotou EBIT, který je navýšen o hodnotu daní a nákladových úroků. Ovšem v prvním a druhém sledovaném období byla zaznamenána nižší hodnota, než tomu bylo v případě výpočtu s čistým ziskem. V tomto roce si totiž společnost nárokovala odloženou daň, a tudíž dosažená hodnota rentability s čistým ziskem dosahovala vyšších hodnot.

Rentabilita nákladů (ROC) patří k velmi užívaným ukazatelům rentability a objasňuje, kolik Kč čistého zisku přinese jedna vložená koruna celkových nákladů. Ukazatel až na hodnotu v roce 2013 vykazuje rostoucí trend, což je z pohledu podniku příznivé, neboť to znamená, že jedna koruna celkových nákladů společnosti je rok od roku lépe využita, a tím tak společnost pracuje efektivněji a tudíž má zákonitě i vyšší zisk. V roce 2011 byla hodnota rentability 1,27 %, což byla vůbec nejnižší hodnota. Následně vzrostla o 1,86 p. b. a poté klesla o 1,62 p. b. na svoji druhou nejnižší hodnotu za analyzované období. Tento pokles byl zapříčiněn poklesem hodnoty EATu o 16 491 tis. Kč jednak z důvodu citelného poklesu tržeb za prodané služby o objemu téměř 88 mil. Kč, ale i poklesu celkových nákladů, zejména pak nákladů spojené se subdodávkami. Poté následoval růst rentability až na hodnotu 10,62 % v roce 2015, kvůli výraznému několikanásobnému nárůstu čistého zisku oproti předcházejícím obdobím. Bylo to způsobeno velkým nárůstem tržeb z prodeje vlastních výrobků, konkrétně dodávek výrobků pro železniční stavby. U celkových nákladů docházelo rovněž k velkému nárůstu v posledních dvou obdobích, ale jejich dopad nebyl tak významný jako právě nárůst EATu. Vývoj tohoto, ale i ostatních ukazatelů, je zobrazen grafem 3.6.

Graf 3.6 Vývoj jednotlivých ukazatelů rentability za období 2011 – 2015 (v %)



Zdroj: vlastní zpracování

3.3.2 Analýza vývoje ukazatelů likvidity

Likvidita podniku představuje schopnost daného podniku získat finanční prostředky k úhradě svých závazků a závisí zejména na struktuře majetku, prodejnosti výrobků či schopnosti podniku inkasovat své pohledávky. Nedostatek likvidity může kromě problémů s uhrazením běžných závazků způsobit existenční problémy, což tedy může vést i k bankrotu podniku. Vývoj hodnot jednotlivých ukazatelů likvidity je zachycen v následující Tab. 3.2, přičemž v rámci zhodnocení likvidity budou přijaty doporučené hodnoty z publikace Dluhošová (2010).

Tab. 3.2 Výsledné hodnoty ukazatelů likvidity za období 2011–2015

Ukazatel	vzorec	2011	2012	2013	2014	2015	optimum
Celková likvidita	2.16	1,84	2,16	2,54	1,90	2,66	1,5- 2,5
Pohotová likvidita	2.17	1,38	1,44	1,79	1,35	2,01	1 – 1,5
Okamžitá likvidita	2.18	0,06	0,15	0,17	0,08	0,61	0.2-0.5
Čistý pracovní kapitál (v tis. Kč)	2.19	204083	194047	218754	305571	599595	

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatel celkové likvidity říká, kolikrát jsou krátkodobé závazky podniku kryty oběžnými aktivy, jinými slovy vypovídá o schopnosti uspokojení požadavků věřitelů v případě, kdyby podnik v daném okamžiku přeměnil veškerá oběžná aktiva na cash. Hodnoty ukazatele by se měly v čase vyvíjet stabilně. Zároveň doporučené rozpětí hodnot by se mělo pohybovat od 1,5 do 2,5, přičemž v zásadě by neměly nikdy klesnout pod hodnotu 1. Jak lze vyčíst z hodnot z Tab. 3.2, po celé analyzované období splňují hodnoty, i přes malé přesáhnutí

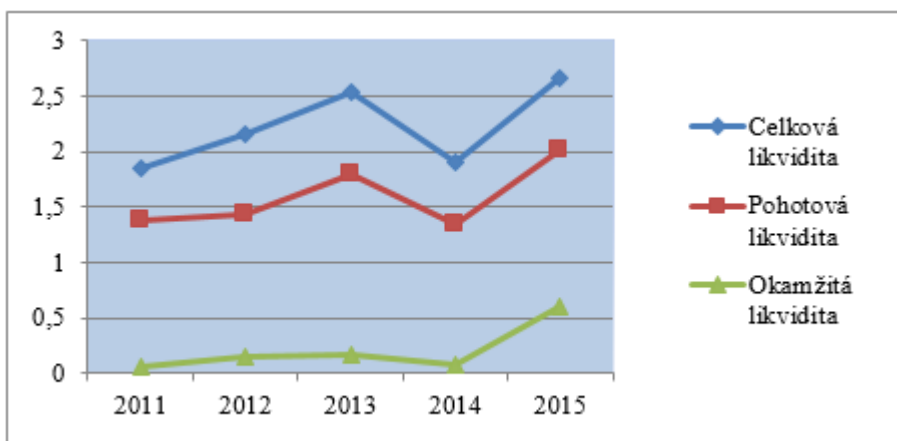
v roce 2015, požadované optimum. Navíc rozpětí výsledných hodnot je poměrně malé (0,81), a tudíž vývoj lze považovat za stabilní. Nejnižších hodnot bylo dosaženo hned v prvním roce, a to konkrétně 1,84. Poté následoval dvouroční růst a likvidita se ustálila na hodnotě 2,5. Za tímto růstem stál, a to i přes pokles hodnoty OA, pokles krátkodobých závazků, jejichž meziroční pokles byl daleko větší. Nejvyšší hodnota byla zaznamenána v posledním roce, kdy meziroční nárůst OA o 314 478 tis. Kč byl daleko větší než změna krátkodobých závazků o 20 454 tis. Kč. Důvodem tak velké meziroční změny OA byl zejména nárůst nejlikvidnější položky OA a to peněžních prostředků o 191 559 tis. Kč či případně zásob o 44 307 tis. Kč.

Pohotová likvidita se svým výpočtem od celkové likvidity odlišuje tím, že OA jsou očištěna o nejméně likvidní část, a to o položku zásob. Hodnota ukazatele by měla nabývat hodnot od 1,0 do 1,5, dle *Dluhošová (2010)*. V prvních třech letech byl zaznamenán rostoucí trend, což do jisté míry napovídá o dobré platební schopnosti společnosti. Vývoj tohoto ukazatele tak kopíruje vývoj předchozího ukazatele, přičemž pouze v prvních dvou obdobích je splněna podmínka optima. Za postupným zvyšováním hodnoty ukazatele do roku 2013 může postupné meziroční snižování objemu krátkodobých závazků, konkrétně z obchodního styku a zejména bankovních úvěrů, a to i přes skutečnost, že obchodní pohledávky rovněž oproti roku 2011 taktéž klesají, ale ne tolik jako závazky. Navíc v roce 2013 došlo k jejich navýšení o 24 558 tis. Kč, přičemž závazky, respektive krátkodobé úvěry klesaly. Z tohoto důvodu ukazatel vzrostl na 1,79. Poté hodnota poklesla na minimum 1,35. V posledním období pak likvidita dosáhla svého maxima o hodnotě 2,02. To bylo způsobeno jednoznačně nárůstem hodnoty čitatele, tedy jak objemu obchodních čistých pohledávek, snížených o opravné položky či nedobytné položky, tak zejména objemu peněžních prostředků.

Okamžitá likvidita poměřuje pohotové platební prostředky podniku s krátkodobými závazky a rovněž, jako v případě výše uvedených ukazatelů, by měl i tento ukazatel v čase růst. Za optimální hodnoty se považuje rozpětí hodnot 0,2 až 0,5, přičemž hodnota 0,2 je podle MPO považována za kritickou. Pokud ovšem daný podnik dosahuje ještě nižších hodnot, tak to nemusí automaticky znamenat, že čelí nějakým finančním problémům. Proto je tento ukazatel brán jako jisté dokreslení výsledků likvidity a je spíše považován za nestabilní. Z Tab. 3.2 je zřejmé, že společnost XY ani v jednom období nesplňuje jak rostoucí vývoj, který je naopak kolísavý, a tak ani dané optimum. Ba dokonce v prvních 4 analyzovaných obdobích nedosahuje ani kritické hodnoty 0,2. Nejnižší hodnota byla zaznamenána hned v prvním roce, a to 0,06, přičemž hodnota v roce 2014 byla vyšší pouze o 0,02. Za tak rapidně nízkými hodnotami stojí fakt, že společnost v tomto období eviduje příliš málo peněžních prostředků, jejichž objem sice pozvolna roste, až na výjimku v roce 2013, ovšem objem

krátkodobých závazků je i přes meziroční poklesy po rok 2013 stále o dost větší. V roce 2014 pak došlo ke skokovému nárůstu objemu závazků z obchodního styku o 189 171 tis. Kč a hodnota likvidity pak klesla na již druhou zmiňovanou hodnotu 0,08. Ovšem v posledním roce došlo k enormnímu navýšení prostředků o 686,91 %, v absolutním vyjádření o 191 559 tis. Kč, čímž došlo k vylepšení ukazatele na hodnotu 0,60. I když se nenachází v daném optimu, tak je rozhodně lepší než nízké hodnoty v předcházejících 4 obdobích, které zajisté ovlivnila situace a vývoj stavebního trhu, na kterém je firma hodně závislá.

Graf 3.7 Vývoj ukazatelů likvidity za sledované období 2011-2015



Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatel čistého pracovního kapitálu patří mezi rozdílové ukazatele a je často spojován s ukazateli likvidity, kdy svoji konstrukci má nejblíže k celkové likviditě, která je jeho poměrovou verzí. ČPK tedy představuje tu část OA podniku, která po přeměně na peněžní prostředky a následném uhrazení krátkodobých závazků může být podnikem použita pro jeho další činnost. Čistý pracovní kapitál téměř po celé analyzované období rostl, až na mírné snížení v roce 2012, kdy došlo k většímu meziročnímu snížení OA oproti krátkodobým závazkům z důvodu snížení objemu krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů, a to o 84 349 tis. Kč. Největší přebytek disponibilních prostředků (finanční polštář) na případné aktivity podniku byl zaznamenán opětovně v posledním roce, a to téměř 600 tis. Kč.

Na základě dosažených výsledků tohoto ukazatele lze usoudit, že podnik má zajištěnou likviditu, a že využívá konzervativní způsob financování. V podstatě se jedná o překapitalizování podniku, kdy dlouhodobé zdroje jsou užívány nejenom k financování stálých aktiv, ale i ke krytí části oběžných aktiv.

3.3.3 Analýza vývoje ukazatelů finanční stability a zadluženosti

Úlohou ukazatelů zadluženosti je analyzování a hodnocení vztahu mezi vlastními a cizími zdroji, přičemž výsledkem má být nalezení optimální kapitálové struktury. Všeobecně

platí, že financování aktiv vlastními zdroji je dražší, než je tomu v případě cizích zdrojů, a z toho důvodu je jistá zadluženost vhodnou alternativou pro financování podnikových aktiv a činností. Na druhou stranu zadlužení nesmí přesáhnout jistou hranici, aby nedošlo k ohrožení finanční stability dané společnosti. V této podkapitole budou nejprve zhodnoceny dosažené výsledky u ukazatelů finanční stability a vzápětí pak ukazatelů zadluženosti. Výsledky budou opět prezentovány jak formou tabulky, konkrétně Tab. 3.3, tak formou grafickou, Graf 3.8.

Tab. 3.3 Vývoj ukazatelů finanční stability a zadluženosti za období 2011 - 2015

Ukazatel	Vzorec	2011	2012	2013	2014	2015
Podíl VK na aktivech (%)	2.21	83,39	87,57	89,11	79,00	78,03
Stupeň krytí stálých aktiv	2.22	117,59	117,28	120,01	128,66	154,42
Majetkový koeficient	2.23	119,92	114,20	112,22	126,61	128,15
Ukazatel celkové zadluženosti (%)	2.24	16,80	12,44	10,89	21,02	22,10
Zadluženost VK (%)	2.27	20,16	14,21	12,22	26,61	28,32
Úrokové krytí	2.28	1,97	10,88	12,75	101,75	84,16
Úrokové zatížení	2.29	0,51	0,09	0,08	0,01	0,01
Dlouhodobá zadluženost (%)	2.25	1,54	1,13	1,13	1,09	4,53
Krátkodobá zadluženost (%)	2.26	15,27	11,31	9,76	19,93	17,57

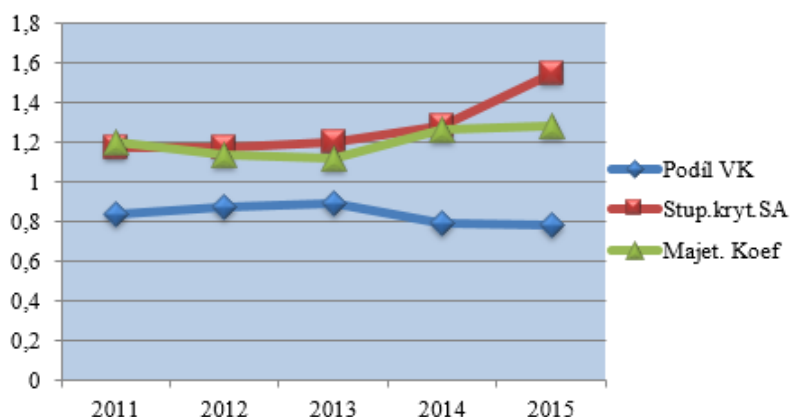
Zdroj: vlastní zpracování

Podíl VK na aktivech patří mezi stěžejní ukazatele posuzující finanční stabilitu a samostatnost daného podniku. Hodnoty ukazatele by měly mít v čase rostoucí tendenci, ovšem na základě výsledků z Tab. 3.3 se tomu tak děje pouze do roku 2013, kdy následně od roku 2014 se podíl snižuje. Za poklesem hodnot v posledních dvou obdobích stojí větší meziroční nárůst celkových aktiv, a to o 259 858 tis. Kč, respektive o 350 078 tis. Kč v roce 2015, oproti meziročně menší změně hodnoty VK, který vzrostl o 58 055 tis. Kč, respektive o 256 907 tis. Kč v roce 2015. Nejnižší hodnota 78 % tak byla zaznamenána v posledním období. Naopak nejvyšší hodnota ukazatele byla zaznamenána před poklesem hodnot ukazatele, a to téměř 90 % v roce 2013, kdy hodnoty meziročně stabilně rostly z důvodu menšího meziročního poklesu hodnoty VK než poklesu hodnoty aktiv. Z dosažených hodnot lze usoudit, že i přes výkyvy, zejména mezi lety 2012–2013, je vývoj ukazatele docela stabilní. Ovšem na druhou stranu jsou tyto hodnoty dost vysoké, především v prvních třech obdobích. To v podstatě znamená, že společnost převážnou část svého majetku kryje především z vlastních zdrojů, což značí snížení výnosnosti vloženého kapitálu, a tím tak jistou nespokojenost z pohledu vlastníků společnosti.

Stupeň krytí stálých aktiv je ukazatelem, jehož smyslem je poměrování dlouhodobého kapitálu zahrnujícího jak VK, tak cizí zdroje, ke stálým aktivům. Jak uvádí *Kislingerová (2011)* hodnota ukazatele by měla nabývat alespoň hodnoty 100. To by tedy znamenalo, že veškerá dlouhodobá aktiva jsou pokryta dlouhodobým kapitálem. Rostoucí trend je, až na nepatrnou stagnaci v roce 2012, společností dodržován. Nejnižší hodnoty byly zaznamenány hned v prvních dvou letech. V tomto období společnost evidovala malý objem dlouhodobých cizích zdrojů a využívala ke krytí stálých aktiv výhradně VK, proto ukazatel dosahoval takových nízkých hodnot. Dalo by se říct, že se v těchto dvou obdobích jednalo o neutrální strategii financování, což může svědčit o finanční stabilitě společnosti. Nejvyšší hodnota 1,54 pak byla zaznamenána v posledním roce, protože společnosti nejenom že opět meziročně vzrostla hodnota VK, ale navíc v tomto roce společnost přijala dlouhodobý úvěr od GE Money Bank na inovaci linky na výrobu pražců. Od roku 2014 a především pak v roce 2015 se společnost z důvodu narůstající hodnoty aktiv jeví jako překapitalizovaná.

Majetkový koeficient je ukazatel, který je rovněž známý pod názvem finanční páka, dává do poměru celkovou hodnotu aktiv s vlastním kapitálem. Tento ukazatel je často dáván do souvislosti s ukazatelem ROE, neboť má na něj vliv, jak již bylo naznačeno u ukazatelů rentability. Zároveň je tento ukazatel převrácenou hodnotou ukazatele podílu VK na aktivech. Ukazatel finanční páky by měl být v čase stabilní, což relativně potvrzují zjištěné hodnoty uvedené v Tab. 3.3, přičemž nejnižší hodnota 1,14 byla zaznamenána v roce 2012. Ta byla způsobena větším meziročním poklesem hodnoty aktiv než tomu bylo v případě VK. V roce 2015, jak napovídá graf 3.8, pak byla zaznamenána opět nejvyšší hodnota.

Graf 3.8 Vývoj ukazatelů stability za období 2011 až 2015



Zdroj: vlastní zpracování

Vzhledem k tomu, že vlastní kapitál tvořil více než 80 % celkových pasiv, byla hodnota finanční páky po celé analyzované období na nízké úrovni. Dále lze z grafu vyčíst, že

z rostoucího objemu cizích zdrojů roste tzv. ziskový účinek finanční páky, tudíž lze doporučit jisté zvyšování zadluženosti, viz následující ukazatele.

Ukazatel celkové zadluženosti je považován za klíčový ukazatel v oblasti ukazatelů zadluženosti a jeho význam je důležitý především pro věřitele. Poměruje tak kapitál věřitelů s kapitálem společnosti, akcionářů. Navíc pro zobrazení hodnoty, která co možná nejvíce bude odpovídat skutečné výši dosažené zadluženosti, byly tak k hodnotě cizího kapitálu přičteny závazky z operativního leasingu, které nejsou uváděny v rozvaze. Jak uvádí publikace *Dluhošová (2010)*, je pro tento ukazatel příznačný klesající trend. Tomu se tak dělo pouze do roku 2013, kdy hodnota klesala a ustálila se na hodnotě 10,89 %. Oproti původní hodnotě z roku 2011 se propadla o 5,71 p. b. Důvodem meziročních poklesů bylo jak snížení hodnoty aktiv, tak zejména hodnoty závazků, především krátkodobých. Z pohledu lepší vypovídací schopnosti je vhodné tento ukazatel doplnit o krátkodobou a dlouhodobou zadluženost, přičemž vývoj těchto tří zmíněných ukazatelů je zanesen v grafu 3.9.

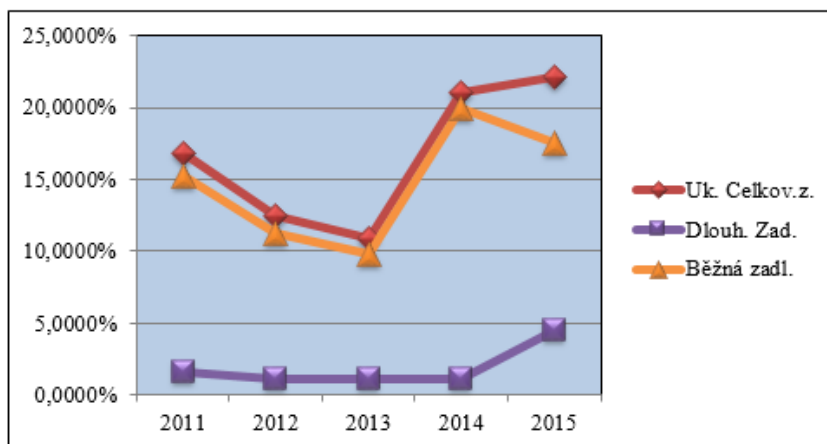
Dlouhodobá zadluženost dosahuje poměrně dost nízkých hodnot, které se pohybují od 1,09 % do 4,53 % a vykazují klesající trend. Za tak nízkými hodnotami stojí skutečnost, že společnost XY v letech 2011 až 2014 neměla žádné dlouhodobé úvěry a dlouhodobé závazky zahrnovaly pouze rezervy, jejichž hodnota byla také poněkud nízká, ale hlavně odložené daňové závazky. Až v posledním roce zadluženost mírně vzrostla na 4,53 %, neboť společnost přijala jednak úvěr od GE Money Bank. Dále vzrostl objem rezerv, konkrétně rezerv na záruční opravy z důvodu enormního navýšení výroby a změny odhadu nákladů na záruční opravy, a to na základě analýzy reálných nákladů.

Krátkodobá zadluženost, která bývá někdy označována jako běžná zadluženost, nabývá daleko vyšších hodnot, než tomu bylo u dlouhodobé zadluženosti. Navíc její vývoj je více kolísavý, a tím je tak porušen doporučený, klesající trend. V prvních třech letech tento ukazatel téměř kopíruje hodnoty a trend celkové zadluženosti. Ovšem nejvyšší hodnoty bylo dosaženo v roce 2014, kdežto u dlouhodobé a celkové zadluženosti tomu bylo až v roce posledním. Za tímto rozdílem, kdy hodnota vzrostla v roce 2014 o 10,17 p. b., stál enormní nárůst krátkodobých závazků o 189 171 tis. Kč.

Zadluženost vlastního kapitálu poměruje cizí kapitál s vlastním kapitálem. U stabilních společností by se hodnota zadluženosti VK měla pohybovat v rozmezí od 80 % do 120 %. Jak ale naznačují hodnoty z Tab. 3.3, všechny zjištěné hodnoty jsou ve všech letech analyzovaného období daleko od doporučených hodnot. Je tomu tak z toho důvodu, že hodnota VK několikanásobně převyšuje hodnotu celkových cizích zdrojů. Nejnížší hodnoty

bylo opět dosaženo v roce 2013, naopak nejvyšší v posledním roce (2015), a to 28,33 %. Na základě výsledků tohoto ukazatele se společnost XY jeví jako nestabilní.

Graf. 3.9 Rozklad celkové zadluženosti za období 2011 – 2015 (v %)



Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatel úrokového krytí vypovídá o tom, kolikrát je podnik schopen svým provozním ziskem pokrýt úroky. Společnosti se po celou dobu dařilo plnit požadavek rostoucího trendu, ovšem v rozmezí let 2011–2013 dosahovala společnost poměrně nízkých hodnot. Zvláště pak v roce 2011, kdy byla zaznamenána hodnota pouhých 1,97, přičemž kritická hodnota je právě kolem hodnoty 1. Hodnota 1,97 říká, že prakticky téměř veškerý zisk by byl použit na krytí nákladových úroků, což by bylo obzvláště pro investory dost znepokojivé. Tuto situaci ale do jisté míry mohl zkreslit poměr dosaženého zisku a nákladových úroků k celkové hodnotě pasiv. Společnost totiž v roce 2011 vykázala vůbec nejnižší EBIT, přičemž hodnota nákladových úroků byla v rámci analyzovaného období druhá nejvyšší. Od roku 2013 pak ukazatel nabýval vyšších hodnot. Obzvláště pak v roce 2014, kdy se hodnota dostala na velikost 101,75.

Úrokové zatížení je vlastně převrácená hodnota předchozího ukazatele. V podstatě říká, jakou část dosaženého zisku podniku odčerpávají úroky. Po celou dobu úrokové zatížení společnosti klesalo, přičemž z logiky věci bylo nejvyšší hodnoty dosaženo v roce 2011, jednak z důvodu nízké hodnoty dosaženého zisku, jednak z důvodu vysokému objemu nákladových úroků, které jsou odrazem minulých let. Naopak nejmenší část zisku byla úroky odčerpána v roce 2014, a to konkrétně 0,001. To bylo zapříčiněno nízkou hodnotou nákladových úroků (944 tis. Kč) a enormním nárůstem EBITu.

3.3.4 Analýza vývoje ukazatelů aktivity

Podstata těchto ukazatelů spočívá v tom, že informují a hodnotí danou společnost z hlediska využívání kapitálu vázaného v jednotlivých majetkových částech či celkové hodnoty relativních kapacit společnosti. Významnost těchto ukazatelů je také podstatná jednak pro ukazatele ROA, ROE, ale i po ukazatele likvidity. Ukazatele aktivity se nejčastěji objevují ve dvou podobách, a to v podobě rychlosti obratu nebo doby obratu. Hodnoty v rámci jednotlivých ukazatelů aktivit jsou uvedeny v následující Tab. 3.4.

Tab. 3.4 Vývoj ukazatelů aktivity za analyzované období 2011 - 2015

Ukazatel	Vzorec	2011	2012	2013	2014	2015
Obrat celkových aktiv	2.30	0,65	0,57	0,53	0,85	1,34
Doba obratu aktiv (dny)	2.31	50,69	630,04	677,12	423,03	268,78
Doba obratu zásob (dny)	2.32	38,76	51,15	49,60	46,34	30,22
Doba obratu pohledávek (dny)	2.33	103,88	87,067	107,21	103,02	66,44
Doba obratu závazků (dny)	2.34	42,02	29,47	37,20	66,95	33,01
Pravidlo solventnosti (dny)	2.35	61,86	57,60	70,02	36,07	33,43

Zdroj: vlastní zpracování

Obrat celkových aktiv měří efektivnost využívání celkových aktiv společnosti. Ukazatel by měl v čase růst, což by dokazovalo lepší využívání majetku. Dle *Kislingerová (2011)* by navíc hodnota ukazatele měla být minimálně ve výši 1. Jak dokazují hodnoty z Tab. 3.4 pouze v posledním analyzovaném roce hodnota splňuje minimálně požadovanou hodnotu. Je tomu tak z důvodu extrémního nárůstu tržeb z prodeje vlastních výrobků a z prodeje zboží oproti nárůstu aktiv. Naopak velmi nízká obratovost v letech 2011 až 2013 byla dána meziročním snížením tržeb i celkových výnosů, a to i přesto, že hodnota celkových aktiv se také snižovala zejména z důvodu prodeje dlouhodobého majetku. Vůbec nejnižší hodnota 0,53 byla zaznamenána v roce 2013. Poté již hodnota ukazatele rostla z důvodu vyššího nárůstu hodnoty čitatele, než hodnoty aktiv.

Doba obratu aktiv je obrácenou hodnotou obratu aktiv a udává, za jak dlouho se celková aktiva promění ve vtahu k tržbám. Za příznivou se považuje klesající trend, který byl zaznamenán až od roku 2014. V prvních třech obdobích, jak lze vyčíst z Tab. 3.4, hodnota ukazatele postupně rostla a nejvyšší hodnoty bylo dosaženo v roce 2013, a to 677,12 dní. Je totiž nutné uvědomit si nepřímo úměrný vztah, kdy doba obratu v čase rostla, přičemž tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb klesaly. Od roku 2014 se vztah otočil a doba obratu

s růstem tržeb pak meziročně klesala až na nejnižší hodnotu, kdy hodnota byla necelých 269 dní. Výsledná doba obratu mohla být ovlivněna strukturou samotných aktiv.

Doba obratu zásob vyjadřuje průměrný počet dní, po které je kapitál vázán ve formě zásob do okamžiku, než dojde k jejich samotné spotřebě či případnému prodeji. Doba obratu zásob se pohybovala od 30 do 51 dní, přičemž průměr činí 43,21 dní. Doporučený trend je zde trend klesající. Tomu tak bylo od roku 2013, kdy postupně klesala až na 30,2 dne v roce 2015. Pokles byl způsoben i přes neustálou kumulaci zásob (přesněji materiálu na skladě) z důvodu postupného zvyšování výroby, neboť nárůst tržeb, konkrétně tržeb z prodeje výrobků, byl meziročně vyšší. Obzvláště pak nárůst tržeb v posledním roce snížil hodnotu ukazatele o téměř 16 dní. Za nejvyšší hodnotou v roce 2014 stál meziroční nárůst položky zásob na 120 630 tis. Kč, přičemž u jmenovatele byl naopak zaregistrován pokles o 76 269 tis. Kč.

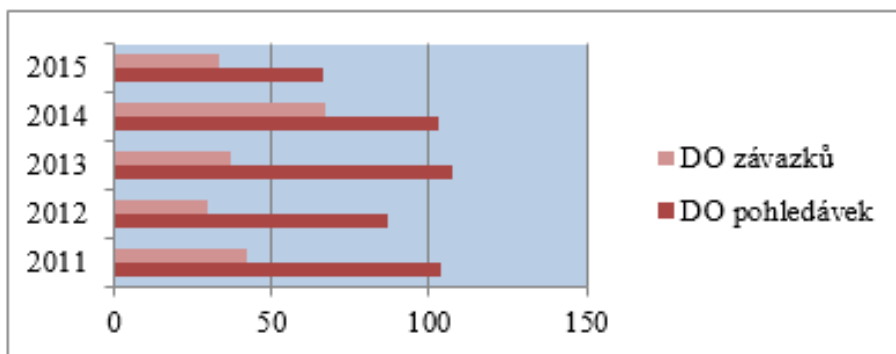
Doba obratu pohledávek vypovídá o tom, za jak dlouho společnost průměrně uhradí své pohledávky. V rámci zjištěných výpočtů bylo počítáno pouze s krátkodobými pohledávkami, jejichž celkový objem byl zjištěn na základě podrobné struktury pohledávek z obchodních vztahů uvedených v nekonsolidovaných účetních uzávěrkách společnosti. Dle této struktury tak společnost evidovala poměrně malý objem dlouhodobých pohledávek, kdy reálná hodnota daných pohledávek za analyzované období odpovídala prakticky účetní hodnotě, což znamená, tak společnost téměř neeviduje nedobytné pohledávky. Tuto skutečnost potvrzuje i hodnota opravných položek, jejichž celková hodnota je spojena s rizikem dlužníka a s dobou splatnosti pohledávek. Je žádoucí, aby hodnota ukazatele nabývala v čase klesajících hodnot, což společnost splňovala pouze v roce 2012, 2014 a 2015. Trend ukazatele byl kolísavého charakteru. Nejlepší hodnoty bylo dosaženo v posledním roce, a to i přes to, že hodnota pohledávek vzrostla o 85 314 tis. Kč, neboť příčinou nejnižší doby byl extrémní nárůst tržeb v roce 2015. V roce 2013 byla naopak platební morálka odběratelů nejhorší, neboť doba obratu pohledávek byla nejvyšší a činila téměř 107 dní.

Doba obratu závazků poukazuje na platební schopnost podniku vůči svým dodavatelům. Říká, jaká průměrná doba uběhne mezi poskytnutím obchodního úvěru dodavatelem a jeho následným splacením. Dále bylo nutné dát výpočet tohoto ukazatele do souvislosti s předchozím ukazatelem z hlediska zachování kompatibility. Jejich podrobná struktura i z hlediska rizika byla dobře zpracovaná v nekonsolidované účetní uzávěrce. Závazky dále kromě obchodních vztahů zahrnují dohadné účty pasivní a ostatní krátkodobé závazky. Obecně by mělo platit, že hodnota tohoto ukazatele by měla být po celou dobu větší, než doba obratu pohledávek, aby tak byla dosažena stabilita společnosti (viz pravidlo

solventnosti). Z hodnot v Tab. 3.4 vyplývá, že po celou analyzovanou dobu měla společnost lepší platební morálku, neboť doba obratu závazků byla neustále menší než u pohledávek. Vůbec nejlépe společnost hradila své závazky v roce 2012, kdy hodnota ukazatele byla průměrně kolem 29,5 dne. V tomto roce totiž došlo ke snížení závazků z obchodních vztahů o 55 516 tis. Kč z důvodu jejich splacení z nerozděleného zisku. Naopak nejdéle společnost splácela své závazky v roce 2014, kdy doba obratu činila téměř 67 dní z důvodu velkého nárůstu závazků, zejména z obchodních vztahů o 176 648 tis. Kč.

Pravidlo solventnosti říká, že doba obratu závazků by měla být v čase větší než doba obratu pohledávek. Je tomu tak proto, aby společnost mohla být schopna dostát svých závazků řádně a včas. Jak ale ukazuje následující graf 3.10, tak toto pravidlo nebylo ani jednou dodrženo. Největší dosažený rozdíl mezi DO pohledávek a závazků byl zaznamenán v roce 2013, kdy doba obratu pohledávek byla v průměru o 70 dní vyšší než samotná doba obratu závazků. Tento rozdíl byl zapříčiněn jednak zhoršením platební morálky odběratelů, kdy hodnota pohledávek z obchodních vztahů vzrostla o 25 490 tis. Kč, ale i celkovým objemem pohledávek z obchodních styků, jejichž objem byl několikrát větší než v případě závazků.

Graf 3.10 Pravidlo solventnosti za analyzované období 2011 – 2015 (ve dnech)



Zdroj: vlastní zpracování

Jak vyplývá z hodnota grafu 3.10 společnost mohla během analyzovaného období čelit problémům se solventností. Je nutné ale brát v úvahu celkovou velikost společnosti. Velké společnosti jsou díky své velikosti schopné lépe ustát problémy se solventností než malé. To je v podstatě případ společnosti XY. Navíc společnost eviduje enormní nerozdělený zisk, kterým může splatit své závazky a vyhnout se tak problému se solventností.

3.3.5 Analýza vývoje ukazatelů kapitálového trhu

V případě, kdy jsou akcie společnosti veřejně obchodovatelné na kapitálovém trhu, jsou z pohledu investorů sledovány a zkoumány právě tyto ukazatele, neboť mají vazbu mezi společností (účetní hodnotou) a kapitálovým trhem. Bezprostřední podmínkou pro analýzu těchto ukazatelů je, aby akcie společnosti byly volně obchodovatelné. Následující Tab. 3.5 obsahuje výsledky jednotlivých ukazatelů hodnotících společnost z pohledu kapitálového trhu.

Tab. 3.5 Vývoj ukazatelů kapitálové trhu za analyzované období 2011-2015 (v Kč)

Ukazatel		2011	2012	2013	2014	2015
DIV		112	32	14	0	1691,50
Tržní cena akcie		3 200	2 501	2 200	2 500	3 510
EPS	(2.36)	23,51	47,71	20,05	110,79	430,83
P/E	(2.37)	136,09	52,42	109,71	22,57	8,15
Divid. výnos (v %)	(2.38)	0,04	0,01	0,01	0,00	0,48
Výplatní poměr (v %)	(2.39)	4,76	0,67	0,70	0,00	3,93
Market-to-BV	(2.40)	3,20	2,50	2,20	2,50	3,51
Účetní hodnota akcie	(2.41)	2,25	2,18	2,17	2,27	2,70

Zdroj: vlastní zpracování

Čistý zisk na akcii patří mezi základní ukazatele, je především známý pod názvem EPS a byl vypočítán dle vzorce (2.36) Z pohledu investora je žádoucí, aby čistý zisk na akcii v čase rostl. Bylo tomu tak po celé období až na rok 2013, jak lze vyčíst z Tab. 3.5. Nejlepší byl pro investory poslední rok, kdy hodnota čistého zisku společnosti vzrostla o 190 842, a tím pádem vzrostl i zisk na akcii ze 110,79 Kč v roce 2014 na 430,83 Kč v roce 2015. Růst společnosti byl způsoben, jak už bylo několikrát zmíněno, nárůstem objemu produkce, a tím i celkových tržeb, zejména z vlastních výrobků a služeb. Nejhorší byl pro investory pak již zmíněný rok 2013, kdy byl zaznamenán nejhorší výsledek hospodaření za analyzované období.

Price-Earnings Ratio (P/E), jehož český ekvivalent je návratnost akcie ze zisku, patří rovněž mezi hodně užívané ukazatele a bývá nedílnou součástí burzovních zpráv. Interpretace tohoto ukazatele není úplně jednoznačná. Ukazatel vyjadřuje, kolik let je potřebných k tomu, aby byly dané akcie splaceny vlastními výnosy. Z tohoto pohledu je žádoucí, aby tato doba byla co nejkratší. Jako například v roce 2015, kdy akcie by byla svým výnosem zaplácena v průměru za 8 let. Zároveň však rostoucí ukazatel značí dobrou investiční možnost pro investory z hlediska potencionální koupě, neboť klesá tržní cena daných akcií.

Dividendový výnos vyjadřuje zhodnocení investice daného akcionáře. Výsledné zhodnocení bylo získáno na základě vzorce (2.38), přičemž v čase by dané zhodnocení mělo nabývat větších hodnot. Jak ale napovídají hodnoty z Tab. 3.5, vývoj hodnot byl zcela opačný, než jak by tomu mělo být. Navíc současně s poklesem hodnoty dividend zároveň klesala i tržní cena jednotlivých akcií, a to až do roku 2013. V roce 2014 pak dokonce nebyly vyplaceny vůbec žádné dividendy a hodnota ukazatele odpovídala 0 %. Zároveň však tím byla zvýšena tržní cena akcií. V posledním roce však investorům přišla kompenzace v podobě navýšení vyplacených dividend v hodnotě 1692 Kč na akcii a tím tak vzrostl ukazatel na 48,19 %. K navýšení došlo jednak z důvodu lepší hospodářské situace ve společnosti, ale i z důvodu změn v dividendové politice.

Výplatní poměr vypovídá o reinvestičních aktivitách společnosti a vyjadřuje, jak velký podíl z čistého zisku je vyplácen v podobě dividend. Celková výše tohoto poměru vypočtená dle (2.39), je ovlivňována strategií podniku v oblasti dividendové politiky, která má bezprostřední vliv na jeho dosaženou hodnotu, která by měla v čase růst. Vývoj ukazatele je hodně kolísavý, neboť v roce 2012 jeho hodnota výrazně klesla, a to na 67 %. V následném roce sice došlo k mírnému navýšení na 70 %, ale v následujícím období nebyly dividendy vyplaceny vůbec a hodnota poměru byla nulová. Poté ukazatel strmě vzrostl z důvodu k vysokého navýšení dividend. Lze tedy říci, že během sledovaného období byla větší část čistého zisku vyplácena akcionářům a menší část pak byla užita na reinvestice společnosti. Na druhou stranu hodnota ukazatele však může být zkreslena nízkou hodnotou EPS.

Ukazatel P/BV poměřuje tržní hodnotu společnosti s její účetní hodnotou, jak i dokládá vzorec (2.40). Tržní hodnota by měla být v zásadě vyšší než účetní hodnota akcie. Jinými slovy, ukazatel by měl opět v čase růst. Této skutečnosti bylo i dosaženo dle zjištěných hodnot v Tab. 3.5. I když v roce 2013 ukazatel zaznamenal menší propad z důvodu poklesu tržní ceny akcie, vzápětí společnost byla trhem opět lépe ohodnocena, což se samozřejmě promítlo i do tržní hodnot akcií. Nejlepším obdobím z pohledu případného prodeje akcií byl pro investory poslední rok, neboť tržní cena akcie byla 3,5-krát vyšší než účetní.

Účetní hodnota akcie je ukazatel, který v sobě odráží vývoj výkonnosti. Je tedy pro investory hodně žádaný, i když funguje pouze na účetní bázi (2.41). Pro zdravé podniky je žádoucí, aby účetní hodnota podniku v čase rostla. V případě společnosti XY účetní hodnota v roce 2012 nepatrně klesla zásluhou snížení hodnoty vlastního kapitálu, ale jednalo se jen o nepatrný pokles oproti roku 2011. Z tohoto důvodu lze mluvit o společnosti jako o zdravé.

3.5 Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně podniku

Cílem této podkapitoly je zhodnocení finanční výkonnosti společnosti XY na základě souhrnných modelů. Principem těchto modelů je posouzení úrovně celkové finanční situace pouze pomocí jediného čísla, které je výsledkem několika dílčích ukazatelů zahrnutých do modelu. Všeobecně lze tyto modely rozdělit na bankrotní nebo na bonitní (ratingové) modely. V rámci analýzy finanční úrovně za období 2011 až 2015 byly z bankrotních modelů využity Altmanův model, Taflerův model, Beaverův model a indexy IN. Z bonitních modelů pak Kralickův Quick-test, Tamariho model. Doporučené hodnoty u jednotlivých modelů budou dle *Dluhošová (2010)*, pokud nebude uvedeno jinak.

3.5.1 Altmanův model

Tento model patří mezi nejužívanější modely a je rovněž znám jako *Z-score*. Vychází z diskriminační analýzy a obsahuje 5 poměrových ukazatelů. Tento model byl propočten na základě vzorce (2.42), což je vzorec pro společnosti s veřejně obchodovatelnými cennými papíry na burze. Hodnoty za jednotlivé dílčí ukazatele, včetně výsledného *Z-score*, jsou uvedeny v následující Tab. 3.6

Tab. 3.6 Vývoj *Z-score* za analyzované období 2011 až 2015

Ukazatel / období		2 011	2012	2013	2014	2015
X ₁	pracovní kapitál/aktiva	0,127	0,131	0,151	0,178	0,291
X ₂	nerozdělený zisk/aktiva	0,463	0,474	0,481	0,442	0,491
X ₃	EBIT/aktiva	0,003	0,015	0,009	0,056	0,155
X ₄	tržní hodnota VK/dluhy	7,152	8,079	8,287	4,140	4,618
X ₅	tržby/aktiva	0,654	0,571	0,532	0,851	1,339
Z-score		5,756	6,290	6,388	4,352	5,657

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě výsledků Altmanova modelu lze říci, že se společnost XY nacházela po celé analyzované období nad hranicí tzv. šedé zóny a společnost tak s malou pravděpodobností čelila finančním problémům či dokonce bankrotu. Nejvíce na *Z-score* působil ukazatel *X₄*, který má v rámci modelu nejnižší váhu. Je to dáno tím, že tržní cena akcií rostla, kromě roku 2014 a pak že společnost je poměrně málo zadlužená. Pozitivně by hodnotu *Z-score* ovlivnilo zvýšení obrátivosti majetku a zejména pak rentabilita aktiv, která byla nízká. Pokles hodnoty *Z-score* na 4,35, což byla vůbec nejnižší dosažená hodnota, způsobilo snížení tržní hodnoty akcií, potažmo VK a navýšení závazků.

3.5.3 Taflerův model

Zhodnotit pravděpodobnost úpadku společnosti lze i v rámci Taflerova modelu, a to na základě ukazatelů hodnotících platební neschopnost. V Tab. 3.7 jsou propočteny hodnoty dílčích ukazatelů a hodnoty Z_T v rámci základní verze Taflerova modelu.

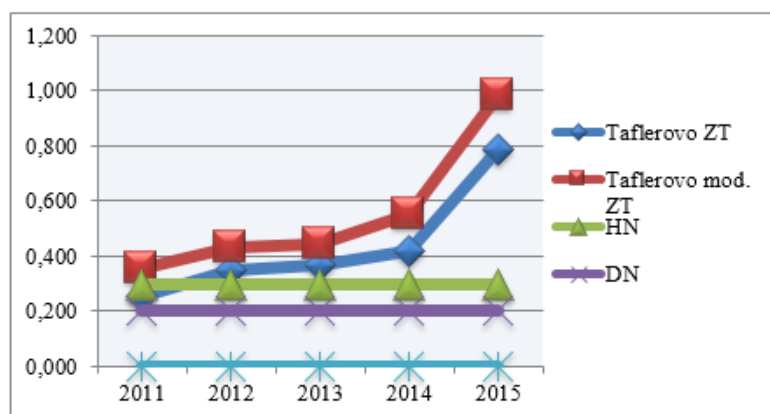
Tab. 3.7 Vývoj Taflerova modelu za analyzované období 2011 až 2015

Ukazatel / období		2 011	2012	2013	2014	2015
x1	EBT/KZ	0,011	0,123	0,087	0,279	0,872
x2	OA/závazky celkem	1,673	1,961	2,278	1,797	2,121
x3	KZ/A	0,151	0,113	0,098	0,199	0,175
x4	FM/(PN - Odpisy)	0,016	0,033	0,038	0,023	0,102
	Z_T	0,253	0,346	0,366	0,421	0,786

Zdroj: vlastní zpracování

V rámci základní verze platí, že pokud jsou výsledné hodnoty vyšší než nula, hrozí společnosti malá pravděpodobnost úpadku. Z výše uvedené tabulky lze vyčíst, že hodnoty modelu v čase rostly a zároveň byly vždy větší než nula. Nejlepší finanční situace byla dle tohoto modelu v posledním roce (0,786), neboť rapidně vzrostla hodnota EBTu, jehož nárůst byl vyšší než v případě krátkodobých závazků. Dále je navíc u tohoto poměrového ukazatele přisouzena nejvyšší váha. Naproti tomu v roce 2011 byla finanční situace ve společnosti nejhorší, protože společnost dosahovala nejnižšího EBTu, a zároveň objem závazků byl poměrně vysoký, což mělo záporný vliv na ukazatele X_1 , X_2 a X_3 . Pokud by byla brána v úvahu i modifikovaná verze tohoto modelu, která se odlišuje pouze v podobě 4. poměrového ukazatele (X_4), kdy jsou poměřovány tržby s celkovými aktivy a dále pak vyšší úrovní daných hranic, tak by bylo dospěno ke stejným výsledkům. Společnost se tedy pohybovala v zóně prosperity s minimální pravděpodobností bankrotu. Následující graf 3.11 zachycuje jak základní, tak modifikovanou verzi, u které odpovídá hranice bankrotu 0,2 a hranice s minimální pravděpodobností bankrotu pak 0,3.

Graf 3.11 Taflerův model za období 2011 až 2015



Zdroj: vlastní zpracování

3.5.2 Beaverův model

Patří rovněž mezi bankrotní modely, kterým lze posoudit pravděpodobnost úpadku. Jeho vypovídací schopnost spočívá v zachycení možného úpadku již 5 roků dopředu. V Tab. 3.8 jsou zaneseny hodnoty jednotlivých ukazatelů tohoto modelu. V následné Tab. 3.9 jsou pak zachyceny trendy ohrožené firmy.

Tab. 3.8 Výsledné hodnoty Beaverova modelu za období 2011 až 2015

Ukazatel / období	2011	2012	2013	2014	2015
VK/aktiva	0,834	0,876	0,891	0,790	0,780
přidaná hodnota/aktiva	1,165	1,017	0,905	1,477	2,267
bankovní úvěry/cizí zdroje	0,356	0,433	0,221	0,000	0,176
cash flow/cizí zdroje	0,057	0,137	0,152	0,077	0,484
provozní kapitál/aktiva	0,278	0,244	0,248	0,378	0,466

Zdroj: vlastní zpracování

Období, ve kterých se společnost XY dostávala do finančních problémů, jsou zvýrazněny tmavě zelenou barvou.

Tab. 3.9 Zhodnocení ukazatelů podle vývojových trendů za období 2011 až 2015

Ukazatel/období	Trend	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015
VK/aktiva	klesá	roste	roste	klesá	klesá
přidaná hodnota/aktiva	klesá	klesá	klesá	roste	roste
bankovní úvěry/cizí zdroje	roste	roste	klesá	klesá	roste
cash flow/cizí zdroje	klesá	roste	roste	klesá	roste
provozní kapitál/aktiva	klesá	klesá	roste	roste	roste

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě dosažených výsledků z Tab. 3.8 a posléze z Tab. 3.9 vykazovala společnost v každém období trend ohrožené firmy. Vůbec nejhorší situace byla dle tohoto modelu v období 2011-2012, neboť právě v tomto období byl vykazován trend ohrožené firmy hned u tří ukazatelů, což v podstatě kopíruje výsledek předchozího Taflerova modelu, kdy nejhorší situace byla rovněž v roce 2011, respektive v roce 2012. V tomto období se společnost ocitla ve zhoršené situaci hned z několika důvodů. Došlo k poklesu celkové produkce z důvodu zhoršení situace na stavebním trhu, což se projevilo jednak v dosažených tržbách, které poklesly daleko více než náklady na výrobu a služby, jednak v přidané hodnotě, která musela taky zákonitě musela klesnout. Dále v tomto období společnost měla za celé analyzované období největší sumu úvěrů, jejichž objem činil v porovnání s hodnotou krátkodobých závazků téměř jednu polovinu. Posledním důvodem pak byl meziroční pokles provozního kapitálu, který do jisté míry souvisí i se zhoršenou situací na stavebním trhu. Hned v následujícím období 2012-2013 došlo ke zlepšení u dvou poměrových ukazatelů. Toto období bylo vůbec nejvíce příznivé. Pouze ukazatel PH/A ještě vykazoval trend ohrožené firmy. V období 2013-2014 pak začal růst objem cizích zdrojů, zejména úvěrů v posledním roce, tudíž zákonitě došlo k poklesu podílu VK na aktivech, tedy ke zhoršení ukazatele VK/aktiva a poprvé i ukazatele CF/CZ.

3.5.4 Kralickuv Quick-test

Kralickuv model patří do skupiny ratingových modelů hodnotících finanční výkonnost podniku. Slouží ke zhodnocení nejenom finanční stability společnosti, ale hodnotí i její výnosovou situaci, a to vše na základě soustavy čtyř rovnic. Celkový výsledek včetně bodového ohodnocení daných ukazatelů je zobrazen v následné Tab. 3.10.

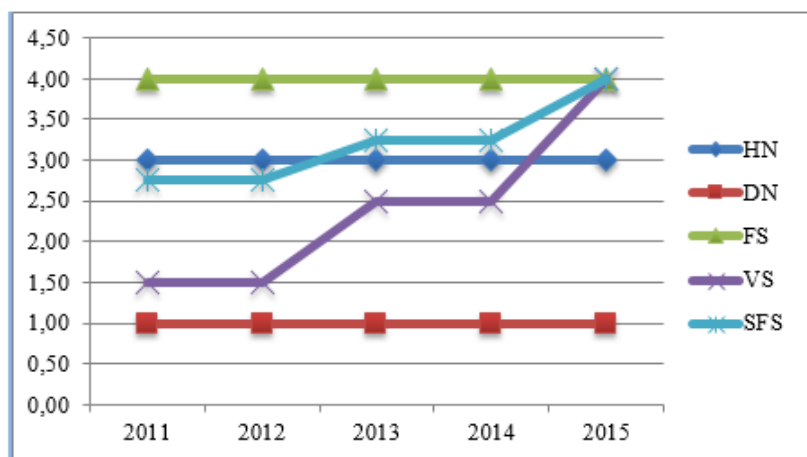
Tab. 3.10. Vývoj Kralickova modelu za sledované období 2011 až 2015

Hodnocení	Ukazatel	Období				
		2011	2012	2013	2014	2015
Hodnoty ukazatelů	R1	0,834	0,876	0,891	0,790	0,780
	R2	3,430	2,785	1,481	2,182	0,849
	R3	0,003	0,015	0,009	0,056	0,155
	R4	0,069	0,067	0,115	0,104	0,099
Bodové hodnocení	R1	4	4	4	4	4
	R2	4	4	4	4	4
	R3	1	1	1	1	4
	R4	2	2	4	4	4
Finanční stabilita		4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Výnosová stabilita		1,50	1,50	2,50	2,50	4,00
Souhrnné hodnocení finanční situace		2,75	2,75	3,25	3,25	4,00

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě čtyř poměrových ukazatelů, jejichž podoba, jakož i jejich bodové ohodnocení uvedené v příloze č. 17, byly vypočítány dílčí výsledky pro výpočet finanční či výnosové stability a souhrnné finanční situace. Finanční stabilita podniku (FS) byla spočítána jako průměr ukazatelů R1 a R2. Jak je patrné z hodnot z Tab. 3.10, společnost dosahovala za celé analyzované období výborných výsledků v oblasti finanční stability, kdy hodnota byla konstantně na úrovni 4 bodů, a byla tak nad hranicí 3 bodů. Poněkud horší výsledky pak společnost vykazovala v rámci výnosové stability, kdy se hodnoty pohybovaly od 1,50 do 4,00. Za ne zcela uspokojivé výsledky za období 2011 až 2014, které se pohybovaly v šedé zóně, může hlavně ukazatel R3, především nízká hodnota dosaženého EBITu. Nejlepší situace se jevila v roce 2015, kdy se výsledky za finanční stabilitu dostaly z šedé zóny, a to na úroveň 4 bodů. Bylo tomu tak hlavně z důvodu zlepšení hodnoty ukazatele R3. Souhrnné hodnocení finanční situace pak bylo zjištěno jako průměr finanční a výnosové stability. Opět zde platí stejné hranice jako u předcházejících dvou stabilit. Celková finanční situace společnosti se meziročně neustále zlepšovala, kdy pouze v období 2011 a 2012 se souhrnná hodnota pohybovala v šedé oblasti, ovšem je nutno podotknout na její horní hranici. Od roku 2013 pak byla evidována velmi dobrá situace. Přitom nejlepší situace byla, jak naznačuje graf 3.12, v posledním roce. Uspokojivou hodnotu souhrnné finanční situace ovlivnily a vylepšily a ovlivnily hodnoty finanční stability.

Graf 3.12 Kralickuv Quick-test za sledované období 2011 až 2015



Zdroj: vlastní zpracování

3.5.5 Indexy IN

Obecně tyto indexy patří mezi bankrotně–bonitní modely, jejichž struktura a konstrukce vychází z charakteristiky českých firem a podmínek českého podnikatelského

prostředí. Tab. 3.11 vyhodnocuje finanční zdraví společnost na základě indexů IN95, IN99, IN01 a IN05, jejichž výpočet je uveden v příloze č. 19

Tab. 3.11 Výsledné hodnoty za jednotlivé indexy IN za období 2011 až 2015

INDEX		2011	2012	2013	2014	2015
IN95	(2.48)	2,197	3,752	4,191	13,354	12,436
IN99	(2.49)	0,278	0,265	0,194	0,619	1,317
IN01	(2.50)	1,188	1,866	2,086	5,260	5,086
IN05	(2.51)	1,188	1,867	2,087	5,263	5,094

Zdroj: vlastní zpracování

Index IN95 je nejstarším indexem zkonstruovaným manžely Neumaierovými. Jeho hodnota byla zjištěna pomocí rovnice (2.48). Ovšem nejprve u tohoto modelu bylo potřeba určit jednotlivé váhy, a to podle podnikatelského zaměření společnosti XY. Byly přejaty hodnoty za zpracovatelský průmysl. Po celé období byla hodnota indexu vyšší než horní hranice odpovídající hodnotě 2 a lze tedy usoudit, že společnost je dostatečně finančně silná a měla by mít schopnost bezproblémově plnit své závazky.

Index IN99 vznikl na základě nedostatku předchozího indexu, který v sobě nezahrnoval ani jeden ukazatel pracující s tržní hodnotou firmy. Tento model tak byl zkonstruován pro hodnocení podniku z pohledu vlastníka. Výsledná hodnota indexu byla vypočítána dle rovnice (2.49), přičemž hodnoty vah jsou pro všechna odvětví stejné. U tohoto indexu byly zjištěny ne příliš příznivé výsledky, neboť ani v jednom období se hodnota nedostala nad hranici 2,07 a společnost tak pravděpodobně nedosahovala kladné hodnoty ekonomického zisku. Ba dokonce se hodnoty nepohybovaly v pásmu šedé zóny, které je zde poměrně dost široké. Až v roce 2015 se hodnota modelu zlepšila, protože vzrostla zejména rentabilita aktiv, která táhla v předchozích obdobích index dolů. Výsledné hodnoty ovlivnila a zkreslila především výše jednotlivých vah, zejména pak snížení váhy u ROA.

Další index, **index IN01**, vznikl jako průměr předchozích dvou indexů a je určen pro průmysl. Výsledné hodnoty byly získány ze vzorce (2.50). Jak je patrné z Tab. 3.11, hodnoty indexu měly i přes malý pokles v roce 2015 rostoucí tendenci. I když v prvních dvou obdobích se dosažené hodnoty pohybovaly v šedé zóně, od roku 2013 byly hodnoty indexu vyšší než horní hranice 1,77 bodů, to znamená, že společnost tak s pravděpodobností 67 % tvořila hodnotu a zároveň byla finančně dostatečně zdravá. V posledním roce pak došlo k poklesu indexu z toho důvodu poklesu ukazatele úrokového krytí.

Index IN05 je posledním indexem, který byl autory zatím vytvořen. Tento index rovněž hodnotí jako předchozí IN01 průmyslové podniky a v zásadě se liší pouze váhou u rentability celkového vloženého kapitálu (ROA), která se zvýšila na hodnotu 3,97. Tím se

samozřejmě trochu změnila i celková interpretace indexu. V případě, kdy zjištěná hodnota dle vzorce (2.51) dosahuje alespoň 1,61 bodu, pak lze konstatovat, že společnost je finančně zdravá a pravděpodobnost bankrotu je malá. Dále tyto hodnoty byly vyšší než je stanovená hranice znamenají, že společnost je schopna vytvářet i hodnotu pro vlastníky.

3.6 Zhodnocení finanční výkonnosti na základě ukazatele EVA

Tato podkapitola patří mezi stěžejní této diplomové práce, neboť je věnována výpočtu ekonomické přidané hodnoty. Ukazatel ekonomické přidané hodnoty patří v dnešní době mezi často užívané ukazatele v rámci hodnocení výkonnosti, neboť vychází z koncepce ekonomického zisku. Nejprve je ovšem nezbytné z hlediska jeho výpočtu stanovit a vyčíslit náklady na vlastní kapitál, a poté pak vypočítat samotnou ekonomickou přidanou hodnotu společnosti XY za analyzované období 2011 až 2015.

3.6.1 Stanovení nákladů kapitálu

V rámci stanovení nákladů společnosti byl zvolen jednak účetní způsob pomocí stavebnicového modelu užívaného Ministerstvem průmyslu a obchodu, dále již MPO, jednak byl použit model CAPM z důvodu daleko přesnějšího stanovení nákladů, neboť vychází z tržního principu.

Nejprve byly spočítány náklady jak celkového, tak vlastního kapitálu pomocí **stavebnicové metody**, kdy bylo potřeba nejdříve stanovit jednotlivé druhy rizikových přírážek včetně bezrizikové sazby. Údaje potřebné pro výpočet stavebnicové metody, včetně mezikroků jsou uvedeny v následující Tab. 3.12, která zahrnuje bezrizikovou sazbu, výpočty jednotlivých přírážek, výpočet nákladů vlastního kapitálu, ale i celkových nákladů zadlužené i nezadlužené firmy.

Tab. 3.12 Hodnoty pro výpočet stavebnicového modelu za období 2011 až 2015 (v %)

Položka	2011	2012	2013	2014	2015
R_f	3,90	2,31	2,26	1,58	1,50
R_{LA}	1,457	1,558	1,658	1,612	1,020
$R_{podnikatelské}$	7,564	1,366	4,416	3,738	2,765
$R_{finstab}$	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
$R_{finstru}$	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
$WACC_U$	12,921	5,234	8,334	6,930	5,285
$WACC_L$	12,775	5,180	8,296	6,930	5,246
R_E	12,755	5,334	8,481	6,930	5,356

Zdroj: vlastní zpracování

Bezrizikové sazba (R_f) byla získána jako výnos do splatnosti desetiletých státních dluhopisů, jejichž hodnota byla převzata z údajů zveřejněných na stránkách MPO (www.mpo.cz). Konkrétní hodnoty za dané období lze vyčíst z výše uvedené Tab. 3.12.

Riziková přírážka charakterizující velikost podniku (R_{LA}) byla vypočítána na základě postupu, kdy bylo nejprve nutné vyčíst sumu úplatných zdrojů a následně ji poměřit se stanovenými hraničními kritérii. Vzhledem k tomu, že výše tzv. úplatných zdrojů (ÚZ), což je suma hodnot vlastního kapitálu a bankovních úvěrů, byla po celé analyzované období menší než 3 mld. Kč a zároveň větší než 100 mil. Kč, byla tato přírážka vypočítána jako $R_{LA} = (3 \text{ mld. Kč} - ÚZ)^2 / 168,2$. Konkrétní hodnota této přírážky je uvedena v Tab. 3.12. Velikost úplatných zdrojů a další jednotlivé mezivýpočty jsou součástí přílohy č.20.

Riziková přírážka charakterizující produkční sílu ($R_{podnikatelské}$) je odvozena od ukazatele EBIT/A, tedy rentability aktiv, který je následně porovnán s ukazatelem $X1$ vypočítaným dle vzorce (2.74). Výpočet této přírážky nebyl tak přímočarý jako tomu bylo u předchozí přírážky, neboť v letech 2011, 2014 a 2015 byla ROA větší než $X1$, tudíž přírážka za podnikatelské riziko byla dána minimální hodnotou podnikatelského rizika odvětví. V obdobích 2012 až 2013, kdy byla rentabilita aktiv menší než $X1$ a zároveň byla větší než nula, byl použit pro výpočet hodnot přírážek následující vztah

$$R_{podnikatelské} = \left(\frac{X1 - EBIT / A}{X1} \right)^2 \cdot 0,1.$$

Hodnoty přírážek za konkrétní typ odvětví byly zjištěny na základě finančních analýz MPO, které jsou uvedené v Tab. 3.12.

Riziková přírážka finanční stability ($R_{finstab}$) je závislá především na ukazateli celkové likvidity, vypočítané podle vzorce (2.75). Poté se hodnota tohoto ukazatele porovnávala s mezními hodnotami likvidity za dané odvětví. Z důvodu lepší vypovídací schopnosti byly použity mezní hodnoty konkrétního odvětví, a ne obecné doporučené hodnoty. Téměř po celé sledované období byla likvidita podniku větší než mezní hodnoty likvidity odvětví a z toho to důvodu byla přírážka ve výši 0 %. Pouze v roce 2012 byla likvidita podniku nižší než mezní hodnota $XL2$, a proto na základě zjištění výsledné hodnoty přírážky musel být použit vztah

$$R_{podnikatelské} = \left(\frac{X1 - EBIT / A}{X1} \right)^2 \cdot 0,1.$$

Předposledním krokem bylo vyčíslení celkových nákladů kapitálu, nejprve však **nezadlužené firmy ($WACC_U$)**, po sečtení rizikových přírážek, a to na základě vztahu (2.69). Poté následoval výpočet nákladů vlastního kapitálu (**R_E**) dle vztahu (2.71), kdy bylo zjištěno, že se tyto dvě hodnoty od sebe odlišují. Zjištěný vzniklý rozdíl lze kvalifikovat jako **přírážku**

za **finanční strukturu** (R_{finstr}). Náklady vlastního kapitálu měly kolísavý průběh, přičemž nejvyšší hodnoty dosahovaly hned v prvním analyzovaném období, a to 7,53 %. Poté náklady vlastního kapitálu zaznamenaly jistou změnu, kdy se jejich hodnota snížila o 1,90 p. b. Tato změna byla způsobena i přes navýšení přírážky za finanční stabilitu o 1,24 p. b., neboť pokles bezrizikové sazby o 1,59 p. b. a snížení rizikové přírážky $R_{podnikatelské}$ o 2,45 p. b. byl v součtu daleko větší. Poté se R_E pohybovaly kolem hranice 5,5 %. Pouze v posledním roce byla jejich hodnota pod 5 %, což bylo způsobeno snížením bezrizikové sazby a přírážky R_{LA} .

Kromě nákladů vlastního kapitálu byly vypočítány i celkové náklady **zadluženého podniku** ($WACC_L$), které byly během analyzovaného období nižší než celkové náklady nezadluženého podniku. Z toho lze usoudit, že byl užíván levnější cizí kapitál. Celkové náklady kapitálu zadlužené firmy ($WACC_L$) byly zjištěny konkrétně dle vzorce (2.70).

Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál byl kromě stavebnicového modelu použit i model fungující na tržním principu. Jedná se o model **CAPM**, který byl zmíněn již v úvodu této části. Z pohledu výpočtu nákladů na vlastní kapitál touto metodou bylo nutné nejprve zjistit hodnotu bety nezadluženého podniku (β^U) a velikost tržní rizikové přírážky (RP), které byly přejaty ze stránek profesora Damodarana. Na základě bety nezadluženého (β^U) pak byla vypočítána beta zadlužené firmy (β^L). Výsledné hodnoty nákladů jsou obsaženy v následující Tab. 3.13.

Tab. 3.13 Hodnoty pro výpočet CAPM modelu za období 2011 až 2015 (v %)

Položka	2011	2012	2013	2014	2015
R_f	3,90	2,31	2,26	1,58	0,58
RP	7,280	7,080	6,050	6,800	7,360
Beta nezadlužená	0,89	0,89	0,89	0,9	0,82
Beta zadlužená	1,034	0,992	0,978	1,094	1,007
R_E	11,424	9,335	8,178	9,019	7,991

Zdroj: vlastní zpracování

Jak je na první pohled patrné, výsledné hodnoty zjištěné těmito metodami se od sebe odlišují, ovšem trend vývoje hodnot byl zachován. Vzhledem k tomu, že v závěru diplomové práce bude společnost srovnávána v rámci odvětví s vývojem ostatních českých firem, bude se proto vycházet z hodnot nákladů na vlastní kapitál zjištěnými stavebnicovou metodou.

3.6.2 Stanovení ekonomické přidané hodnoty EVA

Vzhledem k tomu, že jsou známy náklady vlastního kapitálu, lze přistoupit již k výpočtu samotné ekonomické přidané hodnoty na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí podle vzorce (2.55). Tato verze výpočtu bývá rovněž označována jako *EVA-Equity*.

Následující Tab. 3.14 zahrnuje veškeré hodnoty potřebné k výpočtu *EVA-Equity*. Těmi jsou rentabilita vlastního kapitálu, hodnota vlastního kapitálu a nákladů na vlastní kapitál (R_E).

Tab. 3.14 Vývoj ukazatele *EVA-Equity* za analyzované období 2011-2015 v %

Ukazatel	2011	2012	2013	2014	2015
ROE	1,047	2,186	0,923	4,882	15,957
R_E	7,532	5,637	5,315	5,872	4,470
Spread	-6,486	-3,451	-4,392	-0,990	11,486
VK (tis. Kč)	1 339 534	1 301 196	1 295 083	1 353 138	1 610 045
EVA (tis. Kč)	-86 875,513	-44 901,569	-56 879,2152	-13 397,461	184 935,607

Zdroj: vlastní zpracování

Z Tab. 3.14 lze vyvodit, že společnost XY tvořila ekonomickou přidanou hodnotu pouze v roce 2015, což rozhodně není dobrá zpráva pro vlastníky. Vývoj ekonomické přidané hodnoty měl kolísavý průběh, který byl jednoznačně ovlivňován především dosaženou hodnotou rentability vlastního kapitálu, která v období 2011 až 2014 dosahovala nižších hodnot než náklady vlastního kapitálu. Rozdíl mezi ROE a R_E představuje hodnotu tzv. *spread*, která má své opodstatnění pro vlastníky. Pokud je hodnota *spread* kladná, znamená to, že kapitál jimi vložený přináší alespoň tolik peněžních prostředků, kolik by mohli získat z alternativní investice.

Jak už bylo řečeno, ekonomická přidaná hodnota v období 2011-2015 měla výrazné výkyvy, přičemž v období 2011-2014 dosahovala záporných hodnot. Největší ekonomická ztráta byla zaznamenána hned v roce 2011, kdy přesahovala hranici 86 875 tis. Kč. Tuto ekonomickou ztrátu zapříčinila především poměrně velmi nízká úroveň rentability vlastního kapitálu, kterou způsobila výše čistého zisku, která v daném roce činila pouze 14 022 tis. Kč. V následném roce byla ekonomická ztráta dvakrát menší z důvodu navýšení rentability vlastního kapitálu a poklesu nákladů na vlastní kapitál. V roce 2013 ekonomická ztráta opět narostla kvůli snížení ROE a VK, který byl ovlivněn poklesem nerozděleného zisku minulých let. V roce 2014 společnost dosahovala nejmenší ekonomickou ztrátu, a to i přes to, že náklady na vlastní kapitál vzrostly z 5,315 % na 5,872 %, neboť vzrostla ROE vlivem nárůstu EATu, a to o 54 107 tis. Kč. V posledním roce došlo k pozitivní změně pro vlastníky, kdy společnost vytvořila ekonomický zisk (přidanou hodnotu), a tudíž ukazatel EVA byl kladný. Kladná hodnota byla ovlivněna nárůstem ROE o 11,07 p. b. oproti roku 2014 z důvodu dobrého vývoje situace ve zpracovatelském a stavebním průmyslu, což mělo za následek navýšení celkové produkce, a tím i celkových tržeb. Dále hodnotu EVA pozitivně ovlivnily náklady na vlastní kapitál, které dosahovaly nejmenší hodnoty za celé sledované období, a to

4,470 %. Nelze rovněž opomenout VK, který vzrostl, a tím přispěl k růstu ekonomické přidané hodnoty.

V rámci analýzy ekonomické přidané hodnoty je rovněž důležité sledovat, jak se vyvíjí hodnota *spread*, která má vliv na ukazatel EVA. Z pohledu vlastníka je důležité, aby *spread* byl kladný a co možná největší. Tomu tak bylo pouze v posledním roce 2015, kdy jako v jediném z analyzovaného období byla hodnota kladná. Naopak v předchozích letech byl záporný, a tudíž by pro vlastníka společnosti byla alternativní investice výhodnější.

3.7 Pyramidový rozklad ukazatele EVA

Vzhledem k tomu, že je ekonomická přidaná hodnota považována za hlavní měřítko finanční výkonnosti společnosti, je nutné zjistit a vyčíslit, jaké dílčí ukazatele ji nejvíce ovlivňují. Ukazatel EVA, který je v rámci této práce počítán na bázi zúženého hodnotového rozpětí, bude rozložen pouze do 5. úrovně rozkladu z důvodu nedostatku informací a z důvodu složení účetních výkazů společnosti, které jsou sestavovány dle IFRS. První úroveň rozkladu sleduje vlivy vlastního kapitálu a *spreadu* na změnu ekonomické přidané hodnoty. Další úroveň rozkladu pak sleduje vliv rentability vlastního kapitálu a nákladů na vlastní kapitál na hodnotu *spread*. V dalším stupni rozkladu je analyzováno rozložení nákladů na vlastní kapitál a rozložení rentability vlastního kapitálu, která je pak dále detailněji rozložena na další dílčí ukazatele. Jednotlivé vlivy dílčích ukazatelů budou určeny na základě analýzy odchylek pomocí funkcionální a integrální metody, jejíž výpočty jsou popsány rovnicí (2.84), respektive (2.85). Rozklad byl proveden za období 2011 až 2015.

Následující Tab. 3.15 zobrazuje vlivy dílčích ukazatelů na vrcholový ukazatel ekonomické přidané hodnoty.

Tab. 3.15 Funkcionální metoda rozkladu ukazatele EVA za období 2011–2015 (v tis. Kč)

Položka	2011-2012		2012-2013		2013-2014		2014-2015	
	vliv	pořadí vlivu	vliv	pořadí vlivu	vliv	pořadí vlivu	vliv	pořadí vlivu
EVA	41973,94		-11977,6		43481,75		198333,07	
ROE- R_E	40069,25	1	-12217,4	2	45044,03	1	184850,3	1
VK	1904,68	2	239,71	1	-1562,27	2	13482,81	2
R_f	82762,56	3.	-2481,29	19	-7085,71	20	-27074,4	20
R_{LA}	-5256,02	16.	700,47	2	-473,729	16	436,8143	7
$R_{podnikatelské}$	127490	2.	6566,71	1	14404,71	2	-36,8772	16
$R_{finstab}$	-64759,4	18.	-8720,11	21	0	13	0	13
$R_{finstruk}$	-39730	17.	-677,91	16	-1287,99	18	-126,743	17
EAT/EBT	158802,6	1.	-3935,54	20	-10423,4	21	30297,55	3
EBT/EBIT	-80234,2	19.	168,73	3	2253,095	5	-398,109	18
VK/VK	0	13.	0	6	0	12	0	12
Ost.P/VK	-4,038	14.	-1,12	8	3,62745	9	2345,908	5
Nákl.úroky/T	1167,61	7.	-191,98	12	-191,979	15	-2315,55	19
Rezervy/VK	8,09	10.	-0,97	7	-0,97279	14	-2,78852	14
Závazky/VK	4341,34	6.	-114,47	11	4320,865	4	7,021585	9
Bank./VK	716,58	8.	-85,23	10	-673,549	17	-6,13493	15
Pohled.z.u.ZK/T	0	12.	0	5	0	11	0	11
Stála aktiva/T	15708,12	4.	-567,43	15	12080,32	3	-59677,3	21
OA/T	-61,91	15.	-243,21	13	314,857	7	139889,9	1
OSA/T	157,26	9.	-9,66	9	90,09127	8	90,09127	8
DzP/T	11991,54	5.	-478,43	14	32232,86	1	1304,91	6
$N_{provozní}/T$	-100640	21	-1887,21	18	-1887,21	19	90169,08	2
$N_{finanční}/T$	-87594	20.	-742,93	17	1173,95	6	8739,559	4
$N_{mimořádné}/T$	0	11.	0	4	0	10	0,0000	10

Zdroj: vlastní zpracování

Schéma pyramidového rozkladu EVA za jednotlivá období, včetně teoretického pojetí, jsou součástí příloh č. 21 – 29.

Ve sloupci pořadí jsou seřazeny jednotlivé vlivy od největšího, pozitivního vlivu, který je označen číslem 1, až po nejmenší, negativní vliv. První tři ukazatele s největším pozitivním vlivem jsou označeny světle modrou barvou, naopak tři ukazatele s největším negativním vlivem jsou pak označeny světle fialovou barvou.

Dle první úrovně rozkladu, která je rozložena na součin vlastního kapitálu a spreadu, v letech 2011-2012, oba rozkládající ukazatele vykazovaly pozitivní vliv na změnu ukazatele EVA. Větší vliv měl v tomto období spread, jehož hodnoty dosahovaly v absolutním vyjádření 40 069,25 tis. Kč. V následujícím období se zvýšila ekonomická ztráta, kdy

ekonomická přidaná hodnota zaznamenala propad o 11 978 tis. Kč. Tento propad hodnoty ovlivnil negativní vývoj spreadu, který poklesl o 12 217 tis. Kč. Propad v tomto období byl tlumen pozitivním vývojem vlastního kapitálu, který snížil zmíněný propad o 240 tis. Kč. V období 2013-2014 došlo k pozitivnímu vývoji, neboť ukazatel EVA se absolutně zvýšil o 43 482 tis. Kč a celková ekonomická ztráta v roce 2014 byla pouze ve výši – 13 398 tis. Kč. Za touto změnou stál vliv spreadu, který pozitivně ovlivnil ekonomickou přidanou hodnotu o 45 044 tis. Kč. V období 2014-2015 přispěly k navýšení a tvorbě ekonomické přidané hodnoty, která vzrostla o 198 333 tis. Kč, oba dva ukazatele. Konkrétně hodnota vlivu spreadu byla ve výši 184 850 tis. Kč a vlastní kapitál ji ovlivnil ve výši 13 483 tis. Kč. Zároveň v tomto období, jako v jediném, se společnosti XY podařila vytvořit ekonomická přidaná hodnota.

Jak už bylo zmíněno, v období 2011-2012, ekonomická hodnota vzrostla o 41973,94 tis. Kč. Nejvíce podpořil růst ukazatele EVA ukazatel daňové redukce zisku, který zvýšil ukazatel EVA o 158 803 tis. Kč. Druhý nejvyšší pozitivní vliv měla přírážka produkční síly ($R_{\text{podnikatelské}}$), a to ve výši 127 490 tis. Kč. Tento ukazatel až na období 2014-2015 patřil mezi ukazatele s největším pozitivním vlivem. Třetí největší vliv na změnu ekonomické přidané hodnoty měla bezriziková sazba, jejíž pokles o 1,59 p. b. podpořil nárůst přidané hodnoty o 82 763 tis. Kč. Nejvíce v tomto období snižovaly hodnotu vrcholového ukazatele nákladové položky, přičemž vůbec největší negativní vliv měl ukazatel $N_{\text{provozní}}/T$, a to 100 640 tis. Kč. Následoval další nákladový ukazatel $N_{\text{finanční}}/T$, který snížil hodnotu ukazatele EVA o 87 594 tis. Kč. Třetí nejhorší vliv měl ukazatel z 3. úrovně ukazatelů. Konkrétně se jednalo o ukazatel úrokové redukce zisku, jehož vliv přispěl k poklesu vrcholového ukazatele o 80 234 tis. Kč.

V období 2012-2013 byl zaznamenán negativní nárůst ukazatele EVA, jejíž hodnota se meziročně snížila o 11 978 tis. Kč. Nejvíce negativní nárůst vrcholového ukazatele pomáhala tlumit přírážka $R_{\text{podnikatelské}}$, a to o 6566,7. tis. Kč. Na ukazatel EVA dále výrazně působila přírážka charakterizující velikost podniku (R_{LA}), která způsobila nárůst vrcholového ukazatele o 700,47 tis. Kč. Co se týče negativních vlivů, tak ty byly zaznamenány u ukazatelů, působících na náklady kapitálu. Konkrétně se jednalo o ukazatel přírážky za finanční stabilitu a bezrizikovou sazbu, jejichž vlivy negativně ovlivnily ekonomickou hodnotu, a to o 8 720,1 tis. Kč, respektive o 3 935,5 tis. Kč v případě bezrizikové sazby.

V období 2013-2014 byl zaregistrována meziroční změna ekonomické přidané hodnoty, a to o 43 481,75 tis. Kč. Nejvíce tuto pozitivní změnu ovlivnil ukazatel DzP/T , a to necelými 32 233 tis. Kč. Druhý ukazatel s největším vlivem byl ukazatel, respektive přírážka

produkční síly ($R_{\text{podnikatelské}}$), která přispěla k nárůstu vrcholového ukazatele o 14 404, 71 tis. Kč. Třetí nejvyšší vliv pak měl ukazatel poměru stálých aktiv k tržbám, který pomohl navýšit hodnotu EVA o 12 080,32. V rámci pořadí ukazatelů, jejichž vlivy způsobovaly snížení ekonomické přidané hodnoty, neboli měly negativní vliv v tomto období, byl následující. Ukazatel daňové redukce zisku, ukazatel bezrizikové sazby a ukazatel nákladové položky $N_{\text{provozní/T}}$, jehož vliv v tomto období tlumil nárůst EVA o 1887,21. tis. Kč.

V období 2014-2015 došlo k výraznému navýšení ekonomické přidané hodnoty, která se dosáhla v jako v jako jediném kladných hodnot. Z Tab. 3.15 je zřejmé, že na přírůstek EVA ve výši 198 333 tis. Kč měl největší pozitivní vliv ukazatel podílu OA/T, a to 139 890 tis. Kč z důvodu velkému nárůstu tržeb. Další výrazný vliv na vrcholový ukazatel měl ukazatel $N_{\text{provozní/T}}$, který se podílel na tvorbě ekonomického zisku 90 169 tis. Kč. Třetí největší vliv připadl v tomto období na ukazatel daňové redukce, která ovlivnila jej ovlivnila v absolutním vyjádření o 30 298 tis. Kč. Negativně na vývoj ekonomické přidané hodnoty v tomto období působil nejvíce ukazatel podílu stálých aktiv k tržbám, a to o 59 677,3 tis. Kč, což bylo způsobeno větším meziročním nárůstem tržeb než stálých aktiv. Dalším v pořadí byla hodnota bezrizikové sazby, jejíž pokles způsobil snížení ekonomické přidané hodnoty o 27 074 tis. Kč.

Pro srovnání vlivů ukazatelů na ekonomickou přidanou hodnotu byl proveden rozklad pomocí integrální metody. Výsledky v absolutním vyjádření jsou společně s vlivy jednotlivých ukazatelů vyjádřeny v následující Tab. 3.16. V tabulce opět platí stejné značení, jak tomu bylo u předchozí metody. Tedy největší pozitivní vlivy jsou zvýrazněny světle modrou barvou a negativní vlivy světle fialovou barvou. V příloze č. jsou následně uvedeny pyramidové rozklady ekonomické přidané hodnoty za období 2011 až 2015.

Tab. 3.16 Integrální metoda rozkladu ukazatele EVA za období 2011–2015 (v tis. Kč)

Položka	2011-2012		2012-2013		2013-2014		2014-2015	
	vliv	pořadí vlivu	vliv	pořadí vlivu	vliv	pořadí vlivu	vliv	pořadí vlivu
EVA	41973,94		-11977,65		43481,75		198333,07	
ROE-RE	39554,59	1	-12187,58	2	46152,81	1	201367,04	1
VK	2419,35	2	209,94	1	-2671,06	2	-3033,97	2
R _f	81699,53	3	-2475,24	19	-7260,13	21	-29493,59	20
R _{LA}	-5188,51	16	698,76	2	-485,39	17	475,84	7
R _{podnikatelské}	125852,50	1	6550,71	1	14759,29	2	-40,17	16
R _{finstab}	-63927,60	20	-8698,85	21	0,00	13	0,00	13
R _{finstruk}	-39219,65	17	-676,26	16	-1319,69	18	-138,07	17
EAT/EBT	-72503,98	21	-4082,13	20	-2539,04	20	20319,39	3
EBT/EBIT	82821,79	2	175,02	3	663,79	6	-245,64	18
VK/VK	0,00	13	0,00	6	0,00	12	0,00	12
Ost.P/VK	-0,75	14	-1,32	8	1,05	9	1444,78	6
Nákl.úroky/T	533,82	7	-180,80	12	-180,80	15	-2494,58	19
Rezervy/VK	1,51	10	-1,15	7	-1,15	14	-1,72	14
Závazky/VK	810,19	6	-135,26	11	1249,88	5	4,32	9
Bank./VK	133,73	8	-100,71	10	-194,83	16	-3,78	15
Pohled.z.u.ZK/T	0,00	12	0,00	5	0,00	11	0,00	11
Stála aktiva/T	2154,20	5	-627,90	15	7036,07	3	-66942,85	21
OA/T	-8,49	15	-269,11	13	183,39	7	156921,09	1
OSA/T	21,57	9	-10,69	9	52,47	8	52,47	8
DzP/T	5482,39	4	-450,57	14	34724,93	1	1520,48	5
N _{provozní} /T	-46011,60	19	-1777,33	18	-1777,33	19	105064,72	2
N _{finanční} /T	-40046,91	18	-699,67	17	1264,71	4	10183,31	4
N _{mimořádné} /T	0,00	11	0,00	4	0,00	10	0,00	10

Zdroj: vlastní zpracování

Dle dosažených výsledků uvedených v Tab. 3.15, respektive Tab. 3.16 lze vypořovovat, že na první úrovni rozkladu, která je zvýrazněná tučnou čarou, bylo pořadí vlivů obou dvou ukazatelů totožné. Jediný rozdíl byl v konečné výši těchto vlivů, což bylo způsobeno odlišným způsobem výpočtu. Bylo zjištěno, že u funkcionální metody měl spread o něco výraznější pozitivní vliv než u metody integrální. Pořadí vlivů dílčích ukazatelů na vrcholový ukazatel zjištěných pomocí integrální metody je téměř identické s metodou funkcionální. Jediné odchylky výsledných vlivů byly zaznamenány v období 2011-2012, kdy u funkcionální metody měl největší pozitivní vliv ukazatel daňové redukce, přičemž u metody integrální tomu bylo u přírážky R_{podnikatelské}. Druhá jistá odchylka spočívá v pořadí ukazatelů s

největším záporným vlivem, kdy u funkcionální metody měl nejhorší vliv na vrcholový ukazatel $N_{\text{provozní}}/T$, následovaný $N_{\text{finanční}}/T$ a ukazatelem úrokové redukce zisku. Naproti tomu u integrální metody měl největší negativní vliv ukazatel daňové redukce, který naopak u funkcionální metody měl v pořadí druhý největší pozitivní vliv, dále pak přírážka R_{finstab} a ukazatel $N_{\text{provozní}}/T$.

3.8 Analýza citlivosti vlivů

Tato podkapitola je zaměřena na analýzu citlivosti ukazatele EVA na bázi zúženého hodnotového rozpětí na základě dat za období 2015. Bude zkoumána výše vrcholového ukazatele EVA na změnu zvoleného rizikového faktoru o parametr α . Zvolenými faktory byly dílčí ukazatele, které měly na ukazatel EVA největší pozitivní vliv, tedy R_E , VK a $R_{\text{podnikatelské}}$ a dále tři faktory, jejichž vliv byl nejvíce negativní. Těmi to faktory byly RF, EAT/EBT a $N_{\text{provozní}}/T$. Tato analýza byla aplikována na pyramidový rozklad ekonomické přidané hodnoty, který byl provedený funkcionální metodou. Následující Tab. 3.17 zachycuje absolutní změnu ekonomické přidané hodnoty na změnu o parametr α za předpokladu neměnnosti ostatních faktorů.

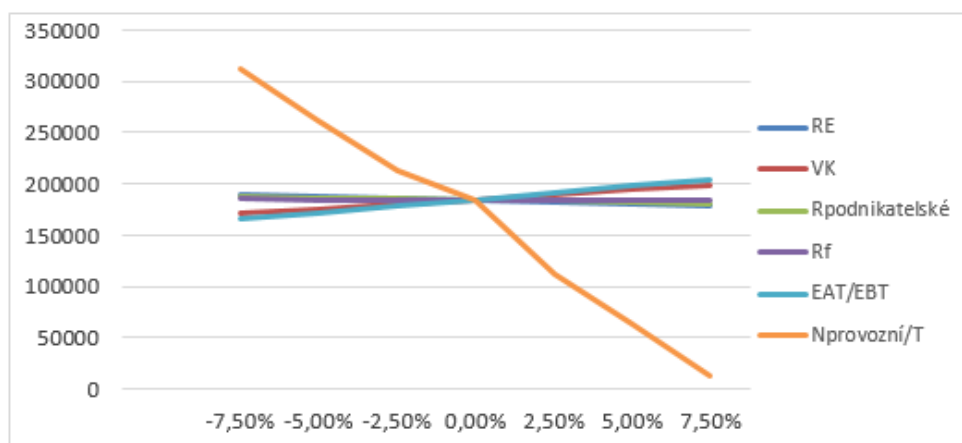
Tab. 3.17 Citlivostní analýza ukazatele EVA (v tis. Kč) za období 2015

Položka	EVA při Δ faktoru o parametr α za období 2015						
Parametr α	-7,5 %	-5,0 %	-2,5 %	0	2,5 %	5,0 %	7,5 %
RE	190333	188534	186735	184936	183136	181337	179538
VK	171065	175689	180312	184936	189559	194182	198806
$R_{\text{podnikatelské}}$	187719	186620	185521	184936	183323	182224	181125
Rf	185122	184889	184655	184936	184189	183955	183722
EAT/EBT	165668	172090	178513	184936	191358	197781	204204
$N_{\text{provozní}}/T$	311566	261871	212176	184936	112786	63091	13395

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnoty relativních odchylky alfa byly stanoveny v rozmezí od -7,5 % až do + 7,5 %. Z Tab. 4.17 lze vyčíst, že ekonomická přidaná hodnota je nejvíce citlivá na změnu podílu provozních nákladů na tržbách. Pokud by došlo k snížení ukazatele o 7,5 %, došlo by k navýšení ukazatele EVA na 311 566 tis. Kč, za jinak neměnných okolností (*ceteris paribus*). V případě růstu tohoto podílu by ekonomická přidaná hodnota zaznamenal pokles na 13395 tis. Kč. Další významný ukazatel, jehož vliv byl na EVU negativní, byl ukazatel daňové redukce. V rámci přehlednosti analýzy citlivosti byly dále zjištěné výsledky prezentovány grafickou formou, a to následujícím grafem 3.13, přičemž jednotlivé výpočty jsou dále uvedeny v příloze č. 32.

Graf 3.13 Citlivostní analýza společnosti XY za období 2015



Zdroj: vlastní zpracování

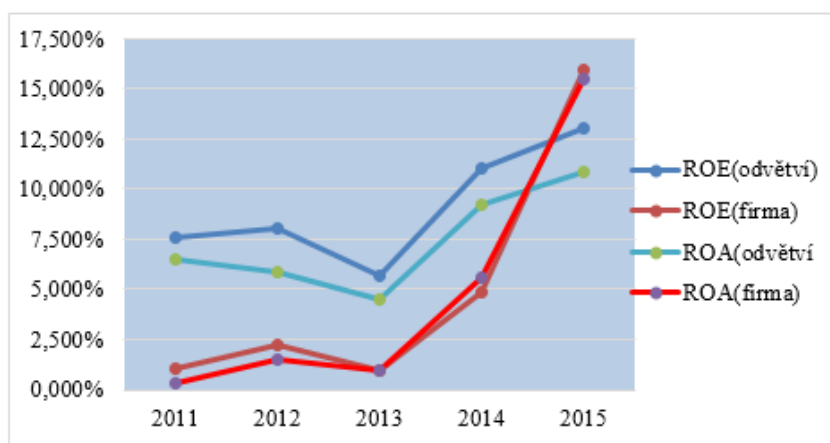
Jak je na první pohled patrné z grafu 3.13, je evidentní strmý sklon ukazatele $N_{\text{provozní}}/T$, jehož vliv na ukazatel EVA byl nejhorší.

3.9 Srovnání společnosti s odvětvím na základě vybraných ukazatelů

Tato podkapitola je zaměřena na srovnání společnosti XY s odvětvím prostřednictvím vybraných ukazatelů z daných oblastí finanční analýzy, kromě ukazatelů hodnotících finanční trh, a to za sledované období 2011 až 2015. Vzhledem k tomu, že hlavní podnikatelskou činností společnosti je výroba pražců a betonových prefabrikátů, byla společnost zařazena podle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE, která nahradila klasifikaci OKEČ (Odvětvová klasifikace ekonomických činností), do sekce C, tedy zpracovatelský průmysl. Přesné zařazení je sekce Výroba ostatních nekovových minerálních výrobků, konkrétně pak podsekce 23.6 Výroba betonových, cementových a sádrových výrobků. První srovnávanou oblastí budou ukazatele rentability.

V rámci první srovnávané oblasti, oblasti rentability, byly zvoleny dva ukazatele, konkrétně rentabilita aktiv na bázi EBIT a rentabilita vlastního kapitálu. Následující graf znázorňuje průběh vývoje ukazatelů jak za samotnou společnost, tak za odvětví.

Graf 3.14 Porovnání vybraných ukazatelů rentability společnosti s odvětvím (v %)



Zdroj: finanční analýza Ministerstva průmyslu a obchodu, vlastní zpracování

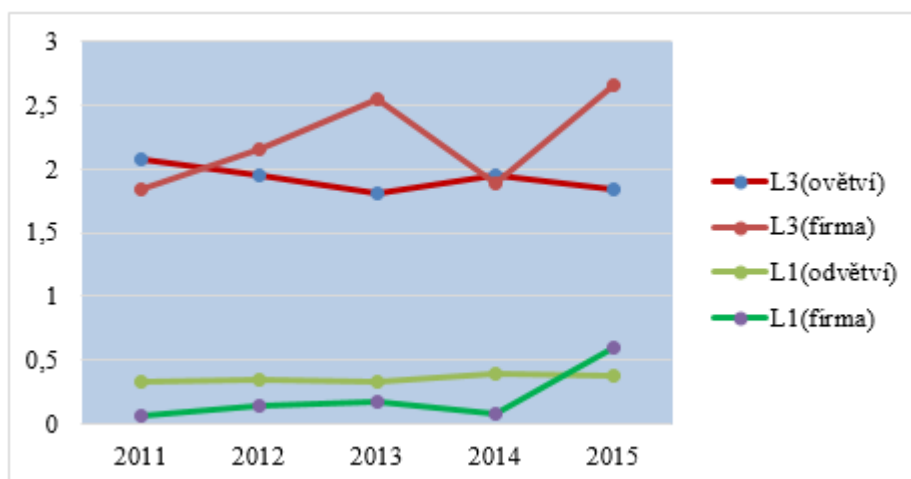
Z grafu 3.14 lze vyvodit, že vývoj **rentability aktiv** za společnost neodpovídá zcela vývojovému trendu hodnot za odvětví, neboť v prvních dvou obdobích hodnoty za odvětví rostly, zatímco ROA společnosti mírně rostla. Bylo tomu tak z toho důvodu, že společnost měla ještě stále dost nasmlouvaných a rozpracovaných zakázek a projektů. Poté však i u společnosti byl zaznamenán pokles ROA z důvodu celkové situace v průmyslu, který ale byl pouze o 0,62 p. b. oproti 1,36 p. b. u odvětví. Až na poslední rok výsledné hodnoty rentability aktiv za společnost vykazovaly několikanásobně nižších hodnot, než tomu bylo u odvětví. Zatímco se ROA firmy pohybovala v období 2011 až 2014 od 0,34 % do 5,61 %, tak hodnoty za odvětví měly rozpětí od 5,67 % do 11,08 %. V posledních dvou letech, zejména pak v roce 2015, se výrazný ekonomický růst projevil i ve zpracovatelském průmyslu, což pozitivně přispělo k výraznému nárůstu tržeb, ale i celkového VH. Navíc příznivou situaci ve společnosti umocnil kladný vývoj ve stavebnictví, kdy stavební produkce po pěti letech obnovila růst z důvodu vyšší investiční aktivity ze strany státu, nových zakázek soukromého sektoru apod.

Naproti tomu vývoj **rentability vlastního kapitálu** společnosti měl zcela totožný vývojový průběh s průměrem za odvětví, pouze s daleko nižšími dosaženými hodnotami, jejichž výše v období 2011 až 2013 byla nižší než výnosnost státních dluhopisů. Rozdíly mezi jednotlivými hodnotami zde byly o něco málo větší, než tomu bylo u ROA. V roce 2013 pak byly shodně zaznamenány nejnižší hodnoty kvůli poklesu čistého zisku z důvodu poklesu tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb, přičemž hodnota VK u společnosti, tak i u odvětví klesala. Poté následoval růst, přičemž u ROE společnosti byl růst výraznější a strmější. V posledním roce, jako v jediném, byla ROA firmy vyšší než průměr za odvětví, a to téměř o 3 p. b.

Vývoj vybraných ukazatelů z oblasti ukazatelů likvidity je zachycen v následujícím Grafu 3.15 V případě **celkové likvidity**, která je často také označována jako L3, by se hodnoty měly pohybovat v doporučeném rozmezí od 1,5 do 2,5. Pouze v roce 2015 tomu tak nebylo, jelikož likvidita společnosti dosahovala hodnoty 2,66, což je výhodné z hlediska získávání nových prostředků od věřitelů. Bylo tomu tak z důvodu vysokého meziročního nárůstu OA, který byl vyšší než nárůst krátkodobých závazků. Celková likvidita společnosti kromě roku 2011 a 2014 byla pokaždé vyšší než průměr za odvětví, což do jisté míry značí lepší schopnost firmy dostát svým závazkům. Naproti tomu hodnoty likvidity za odvětví vykazují daleko stabilnější vývoj v čase, neboť rozpětí dosažených hodnot je daleko nižší, než je tomu v případě firmy.

Okamžitá likvidita (L1) by měla mít v čase rostoucí tendenci. Hodnoty okamžité likvidity jsou ve srovnání s odvětvím o dost horší, neboť ani v jednom roce není splněno optimum. Navíc téměř po celou sledovanou dobu se likvidita společnosti pohybuje pod kritickou hodnotu 0,2, což navenek působí jako možnost vzniku problému s hrazením závazků společnosti. Je to způsobeno nízkou udržovanou úrovní peněžních prostředků v prvních čtyřech obdobích. Naproti tomu situace v odvětví je opačná, kdy podniky mají lépe zajištěnou likviditu. Je tomu tak především proto, protože podniky spadající do podsektoru 23,6 jsou často dost malé, a nedostatek likvidity je pro ně oproti velkým firmám jako společnost XY, jejíž postavení na trhu s pražci a betonovými prefabrikáty celkem významné, více rizikovější.

Graf 3.15 Srovnání vývoje vybraných ukazatelů likvidity společnosti s odvětvím



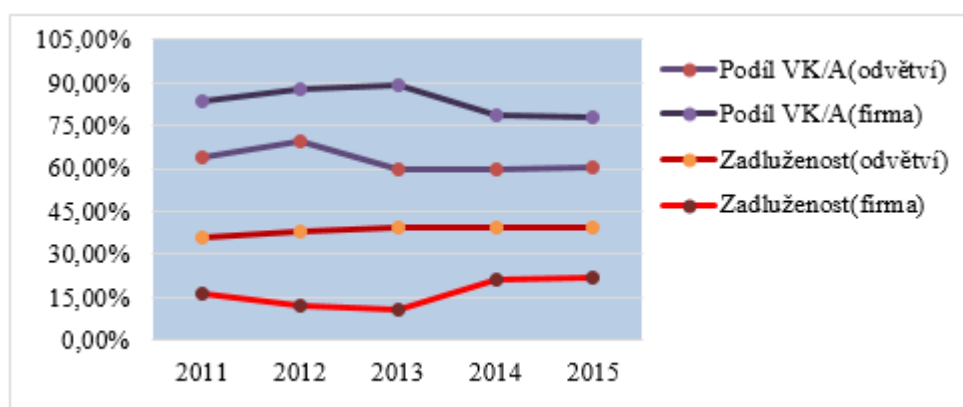
Zdroj: finanční analýza Ministerstva průmyslu a obchodu, vlastní zpracování

V rámci oblasti stability byl vybrán ukazatel **podílu vlastního kapitálu na aktivech**. Jak je na první pohled patrné z grafu 3.16, situace ve společnosti je poněkud odlišná než ve

zbytku odvětví, kdy do roku 2013 podíl VK na aktivech neustále rostl a pak teprve začal klesat z důvodu nárůstu krátkodobých závazků a úvěrů. V rámci odvětví hodnoty rostly pouze do roku 2012, a poté se držely kolem hranice 60 %, což v podstatě znamená, že zbytek odvětví ke své činnosti užíval více cizí zdroje. Po celé analyzované období se dosažená hodnota ukazatele pohybovala vysoce nad hodnotou odvětví, a to pokaždé téměř minimálně o 20 %. Nejvíce pak v roce 2013, kdy rozdíl činil skoro 30 %. Tyto vysoké hodnoty dokazují skutečnost, že firma je dlouhodobě dostatečně stabilní a je schopna krýt majetek vlastními interními zdroji, především nerozděleným ziskem. Ovšem příliš vysoký podíl VK na aktivech u společnosti zase snižuje možnosti většího účinku finanční páky.

Za oblast zadluženosti byl pro komparaci zvolen ukazatel **celkové zadluženosti**, jehož průběh do jisté míry navazuje na předchozí ukazatel a doporučená hodnota by se měla pohybovat kolem 30–60 %. Hodnoty za odvětví se pohybovaly v průměru kolem cca 38 %, přičemž vykazovaly pomalu rostoucí tendenci a byly tak v doporučeném rozmezí. Ostatní podniky v odvětví tak řešily financování svých potřeb daleko častěji formou úvěrů. Naproti tomu zadluženost společnosti byla po celou dobu na nízké úrovni cca 10–22 % a zdaleka se tak neblížila k optimálnímu rozmezí hodnot. Za nízkou hodnotou stojí fakt, že společnost financovala svoji činnost hlavně z vlastních zdrojů a neměla tak moc potřebu brát si úvěry. Hodnotu cizích zdrojů tak tvořily závazky, především krátkodobé závazky z obchodního styku, jejichž hodnota výrazně vzrostla až v posledních dvou obdobích, kdy zákonitě vzrostla i hodnota zadluženosti.

Graf 3.16 Komparace hodnot ukazatelů stability a zadluženosti společnosti s odvětvím (v %)

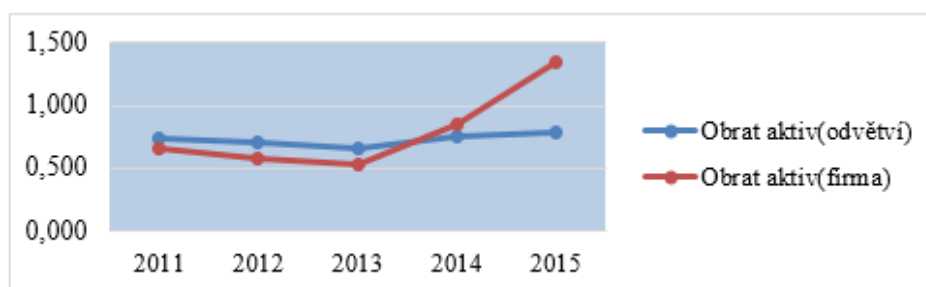


Zdroj: finanční analýza Ministerstva průmyslu a obchodu, vlastní zpracování

Předposledním srovnávacím ukazatelem v rámci finanční analýzy je **ukazatel obratu aktiv**, jenž patří mezi ukazatele aktivity. Vývoj tohoto ukazatele jak za společnost, tak za odvětví znázorňuje následující graf 3.17 Z něj lze vyčíst, že vývoj obou dvou ukazatelů má podobnou tendenci, kdy nejprve hodnota obratu klesala a nejnižších hodnot bylo shodně

dosaženo v roce 2013. Poté se obratovost aktiv meziročně zlepšovala. Nicméně pouze v roce 2015 se společnosti podařilo dostat obratovost nad minimálně požadovanou hodnotu 1. Vzhledem k tomu, že hodnoty za celkové odvětví jsou rovněž po celou dobu nízké, lze usoudit, že nízká obratovost aktiv je pro toto specifické odvětví (výroba ostatních nekovových minerálních výrobků), typická a normální.

Graf 3.17 Porovnání ukazatele aktiv společnosti s odvětvím za období 2011 až 2015



Zdroj: finanční analýza Ministerstva průmyslu a obchodu, vlastní zpracování

Posledním srovnávaným ukazatelem byl ukazatel ekonomické přidané hodnoty. Jak je na první pohled z grafu 3.18 patrné, měla ekonomická přidaná hodnota společnosti stejný, rostoucí vývoj jako ekonomická hodnota za odvětví, která byla vypočtena na základě hodnot a metodického postupu INFA zveřejněné na stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu. Jediný rozdíl byl v tom, že v rámci odvětví CZ-23 byl vytvořen ekonomický zisk, tedy hodnota EVA v roce 2012 byla kladná, kdež to u společnosti se pohybovala „v červených číslech“, a tedy dosáhla pouze snížení ekonomické ztráty. Za růstem hodnoty EVA v odvětví v roce 2012 může kladný nárůst hodnoty spread, která nabývala hodnoty 0,28 %. V následném roce pak byla zaznamenána ekonomická ztráta i v odvětví, z důvodu poklesu spreadu a rentability vlastního kapitálu. Od roku 2014 se pak odvětví tvořilo ekonomickou přidanou hodnotu, přičemž společnosti se to podařilo až v roce 2015, z důvodu nárůstu rentability vlastního kapitálu a hodnoty spreadu.

Graf. 3.18 Porovnání ukazatele EVA společnosti XY s odvětvím (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

4. Zhodnocení provedené analýzy a návrhy opatření

Tato kapitola je věnována závěrečnému zhodnocení dosažených výsledků z provedených analýz hodnocení finanční výkonnosti společnosti XY za období 2011 až 2015. Převážná část dat potřebných při výpočtech byla získána z výročních zpráv společnosti. Vzhledem k tomu, že společnost má nekonsolidovanou účetní uzávěrku zpracovanou podle mezinárodních účetních standardů, které mají trochu odlišené zásady, úpravy a složení daných položek účetních výkazů, byla některá data získána až po osobních konzultacích s hlavním účetním společnosti. V rámci části věnované srovnání společnosti s odvětvím, bylo vycházeno z dat a informací z finančních analýz Ministerstva průmyslu a obchodu ČR za období 2011 až 2015. Celková analýza výkonnosti společnosti byla provedena jak pomocí tradičních metod, tak i metod moderních.

Jako první bylo provedeno zhodnocení majetkové a kapitálové struktury společnosti prostřednictvím horizontálně-vertikální analýzy rozvahy a výkazu zisků a ztráty za období 2011-2015. Z analýzy trendů rozvahy vyplývá, že celková aktiva měla proměnlivý charakter, kdy do roku 2013 byly zaznamenány meziroční poklesy. V roce 2012 klesla celková aktiva o 120 516 tis. Kč jednak z důvodu poklesu dlouhodobých aktiv, kdy došlo ke snížení především dlouhodobého hmotného majetku o 33 887 tis. Kč, ale zejména vlivem poklesu krátkodobých pohledávek o 84 349 tis. Kč, konkrétně pohledávek z obchodních vztahů. V roce 2013 se celková aktiva opět snížila, ale pouze o 23 420 tis. Kč. Příčinou této negativní změny bylo snížení dlouhodobého hmotného majetku, konkrétně hodnoty strojů a dopravních prostředků vlivem jejich odepsanosti a přecenění. Od roku 2014 pak celková hodnota aktiv již meziročně rostla. Nejvyšší nárůst o 350 078 tis. Kč byl zaznamenán v roce 2015, kdy vzrostla jak dlouhodobá aktiva, která ještě v roce 2014 zaznamenala pokles, tak hlavně krátkodobá aktiva, která se navýšila o 314 478 tis. Kč. Důvodem tak velkého nárůstu krátkodobých aktiv v posledním roce bylo navýšení hodnoty zásob z důvodu rozšíření výroby, dále nárůstu krátkodobých pohledávek, konkrétně z obchodních vztahů o 87 061 tis. Kč a zejména pak navýšením peněžních prostředků na bankovních účtech, které se zvýšily o 191 559 tis. Kč. Co se týče procentuálního rozboru jednotlivých položek, tak podíl stálých aktiv (dlouhodobého majetku) byl v letech 2011-2014 výrazně vyšší než podíl krátkodobých aktiv na celkových aktivech. Největší zastoupení v rámci stálých aktiv měl po celé sledované období dlouhodobý hmotný majetek, konkrétně podíly v ovládaných podnicích, stavby a stroje a dopravní prostředky. Podíly dlouhodobého nehmotného majetku a dlouhodobých pohledávek, jež jsou dle IFRS zaneseny do dlouhodobého hmotného majetku, byly po celé analyzované období

zanedbatelné. V případě složení krátkodobých aktiv se celkový podíl na aktivech pohyboval v rozmezí od 24 % do 47 %. Z větší části byla tvořena zejména krátkodobými pohledávkami z obchodních vztahů, zásobami a v posledním sledovaném roce také krátkodobým finančním majetkem.

Celková pasiva společnosti XY se vyvíjela stejně jako aktiva, což je dáno pravidlem, že suma aktiv se musí rovnat sumě pasiv. Do roku 2013 klesala hodnota jak vlastního kapitálu, tak cizích zdrojů. Pokles vlastního kapitálu zapříčinilo snížení velikosti nerozděleného zisku, přičemž hodnota základního kapitálu byla po celé analyzované období stejná. U cizích zdrojů byl zaznamenán pokles, a to jak dlouhodobých závazků, tak zejména krátkodobých, které klesly o 74 313 tis. Kč, respektive o 26 072 tis. Kč v roce 2013. V dalších letech se hodnota pasiv již navyšovala. Důvody nárůstu celkových pasiv v posledních dvou obdobích byly odlišné. V roce 2014 vzrostly zejména zásluhou krátkodobých závazků, konkrétně závazků z obchodních vztahů, tak i nárůstem hodnoty nerozděleného zisku. Naopak v posledním roce růst pasiv ovlivnil opětovné zvýšení nerozděleného zisku, a to vlivem nárůstu dlouhodobých závazků z důvodu přijetí dlouhodobého úvěru od GE Money Bank. Vertikální analýza pasiv odhalila, že společnost XY byla tvořena výhradně vlastním kapitálem. Největší podíl vlastního kapitálu na celkových aktivech byl zaznamenán v roce 2013, a to téměř 90 %. Podíly základního kapitálu a nerozděleného zisku byly po celé analyzované období vyrovnané. Dlouhodobé závazky měly, až na poslední rok, podíl kolem 1 %. do Krátkodobé závazky se pak na pasivech podíly v rozmezí od 9,76 % do 19,93 %, přičemž největší zastoupení měly krátkodobé závazky z obchodního styku a krátkodobé bankovní úvěry. Zbylé položky krátkodobých závazků měly minimální zanedbatelný podíl.

Co se týče nákladů a výnosů společnosti, tak ty zaznamenaly z počátku klesající tendenci. Výnosy klesly v roce 2012 a částečně v roce 2013 z důvodu snížení výroby následkem prohloubení krize ve stavebním průmyslu. V těchto období navíc společnost vykazovala záporný výsledek hospodaření z provozní činnosti z důvodu většího meziročního poklesu tržeb, zejména tržeb prodeje vlastních výrobků než nákladů. Jak poodhalila vertikálně-horizontální analýza, která byla vztažena k celkové sumě tržeb (výnosů), tak největší podíl za zvoleném základu u tržeb měly jednoznačně tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb, jejichž podíl se pohyboval v rozmezí od 90,45 % do 97,20 % v roce 2014. U nákladů měly zase největší zastoupení provozní náklady, jejichž podíl se v průměru pohyboval kolem 71,72 %.

V rámci tradičních ukazatelů hodnocení výkonnosti byla nejprve provedena poměrová analýza, v rámci které byla nejprve provedena analýza oblasti ukazatelů rentability, jejíž výsledky byly v období 2011-2013 pro společnost nepříznivé. Nízké hodnoty v období 2011 až 2013 byly ovlivněny špatným vývojem v odvětví a špatnou situací ve stavebnictví, což se tak odrazilo v dosaženém výsledku hospodaření společnosti, a tím tak i u jednotlivých ukazatelů. Rentabilita vlastního kapitálu sice na začátku sledovaného období dosahovala nižších hodnot, než kolik byla výnosnost 10letých státních dluhopisů, ale zároveň byla alespoň vyšší než rentabilita celkových aktiv, která se pohybovala v rozmezí od 0,33 % do 0,92 %, což je z pohledu vlastníků dobrá zpráva. V roce 2014 se situace v odvětví a především na stavebním trhu, na kterém je společnost hodně závislá, natolik zlepšila, že se společnosti několikanásobně zvýšil dosažený efekt, a tím tak již splňovala pravidlo, že hodnota rentability aktiv a vlastního kapitálu má být vyšší než hodnota bezrizikové sazby. Nejlepší výsledky u ukazatelů rentability tak byly zaznamenány v roce 2015. Z pohledu likvidity lze považovat společnost XY za poměrně likvidní společnost, která je schopná dostát svým závazkům. Toto tvrzení dokazují hodnoty celkové a pohotové likvidity, které, až na lehké přesáhnutí v roce 2015, dosahovaly doporučených hodnot. Ovšem u okamžité likvidity byla situace zcela odlišná. V období 2011-2014 se její hodnoty nepohybovaly v doporučeném rozmezí a byly dokonce pod kritickou hodnotou 0,2, což bylo určitě znepokojivé pro dlužníky. Důvodem těchto nízkých hodnot byla nízká úroveň peněžních prostředků. Co se týče ukazatele čistého pracovního kapitálu, tak po celé sledované období rostl, a tím tak byl splňován doporučený trend. Z hlediska finanční stability je společnost na velmi dobré úrovni. Doporučený rostoucí trend je, až na mírný pokles hodnot u ukazatele podílu vlastního kapitálu na aktivech v období 2014-2015, dodržován. Hodnoty ukazatele podílu vlastního kapitálu byly až příliš vysoké, poněvadž společnost kryla z velké části svůj majetek převážně vlastními zdroji, což do jisté míry vedlo ke snížení výnosnosti vložených prostředků. Konkrétně se hodnota tohoto ukazatele pohybovala od 78 % téměř do 90 %. Ukazatel stupně krytí stálých aktiv, stejně jako předchozí ukazatel, vypovídá o dobré finanční stabilitě společnosti a po celé sledované období převyšuje doporučenou hranici 100 %. Posledním ukazatelem z této oblasti ukazatelů, ukazatel finanční páky, se rovněž vyvíjel dle doporučeného trendu, tedy stabilně a taktéž potvrzuje finanční samostatnost společnosti. Z výsledků ukazatelů zadluženosti vyplývá, že společnost financovala svá aktiva (majetek) zejména vlastními zdroji a zadluženost společnosti byla tak po celou dobu poměrně nízká. Tuto skutečnost potvrzují všechny zpracované ukazatele. Například hodnota celkové zadluženosti se pohybovala v rozmezí od 12,43 % až po necelých 22 %, přičemž je doporučováno pásmo 30–70 %. Nízká

zadluženost je rozhodně kladně vnímána věřiteli společnosti a investory. Je nutné si ale uvědomit, že financování z vlastních zdrojů je poněkud dražší, neboť u cizích zdrojů funguje daňová úspora v podobě daňového štítu. Proto by bylo vhodné, aby společnost do financování svého majetku zapojila více cizí zdroje, čímž by tak podpořila i růst rentability vlastního kapitálu, jak dokazuje pyramidový rozklad ukazatele EVA. Nízkou zadluženost potvrzuje i ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu, který nabýval nejnižší hodnoty v roce 2013, a to 12,22 %. V posledních dvou obdobích, zejména v roce 2015, vzrostla hodnota krátkodobých závazků a bankovních úvěrů, a tím tak došlo k navýšení zadluženosti vlastního kapitálu na 26,61 % respektive 28,32 % v roce 2015. Ukazatelé úrokového krytí a zatížení po celé analyzované období splňovaly požadované trendy, i když zpočátku byl ukazatel úrokového krytí ovlivněn nízkou úrovní dosaženého zisku. Ukazatelé aktivity měly během analyzovaného období převážně kolísavý a nestabilní vývoj. Ukazatel obratu aktiv vykazoval uspokojivé hodnoty pouze v roce 2015, kdy se hodnota dostala nad hranici 1. Dosažené hodnoty doby obratu zásob ukázaly, že téměř po celou dobu byl splňován klesající trend, a to i přes navýšení hodnoty zásob v posledních dvou obdobích, což svědčí o celkem propracovaném systému řízení zásob. Co se týče doby obratu pohledávek a závazků, tyto vykazovaly kolísavý trend, přičemž po celou dobu byla doba obratu závazků delší než doba obratu pohledávek, což je z ekonomického hlediska pro společnost nepříznivé. Navíc není ani v jednom roce tak splněno pravidlo solventnosti, neboť společnost své závazky hradí dříve, než dostane prostředky od svých odběratelů. Proto by bylo žádoucí, aby se společnost pokusila zlepšit platební morálku svých odběratelů, a tím snížila dobu obratu pohledávek, která se po celé sledované období pohybovala v průměru kolem 100 dní, zatímco doba obratu závazků byla v rozmezí od 47 dní do 84 dní. Hodnoty ukazatelů za kapitálový trh se vyvíjely poměrně stabilně a doporučené trendy byly téměř u všech ukazatelů dodrženy. Pouze v období 2013 došlo jistému poklesu hodnot těchto ukazatelů.

Výkonnost společnosti byla následně zhodnocena pomocí vybraných souhrnných modelů hodnocení finanční úrovně, přičemž nejprve byly analyzovány bankrotní modely. Podle Altmanova a Taflerova modelu byla společnost po celou dobu jen minimálně ohrožena bankrotem. Trochu odlišných výsledků bylo však zjištěno u Beaverova modelu, podle kterého společnost XY vykazovala v každém roce znaky podniku ohrožené bankrotem. Nejhorší situace byla u tohoto modelu zaznamenána v roce 2011, a to hned u tří dílčích ukazatelů, což bylo ovlivněno špatnou situací na stavebním trhu. Z ratingových modelů byl použit Kralickuv Quick-test, na základě kterého bylo zjištěno, že společnost byla po celé období finančně

dostatečně stabilní. U finanční stability tohoto ukazatele byly výsledky poněkud horší, kdy se společnost v období 2011 až 2014 nacházela v oblasti šedé zóny. Souhrnná finanční situace podle tohoto ukazatele byla uspokojivá. Jako poslední pak byly vypočítány jednotlivé indexy IN. První z nich, index IN 95, zhodnotil společnost z hlediska splácení svých závazků jako finančně dostatečně stabilní a bezproblémovou. Výsledky dalšího indexu, jímž byl index IN99, vykazovaly nejhorší hodnoty z celé skupiny indexů. Podle tohoto indexu totiž společnost po celé období netvořila hodnotu neboli ekonomický zisk a v obdobích 2011 až 2014 se výsledné hodnoty dokonce nepohybovaly ani v pásmu šedé zóny. Dle výsledků posledních indexů IN01 a IN05, které jsou v podstatě průměrnou a modifikovanou hodnotou prvních dvou indexů, byla společnost až na rok 2011 stabilní a mohla tvořit ekonomickou hodnotu.

Následně byla zhodnocena finanční výkonnost společnosti na základě moderního ukazatele ekonomické přidané hodnoty na bázi zúženého hodnotového rozpětí. Na základě výsledků bylo zjištěno, že se společnosti v letech 2011 až 2014 nedařilo tvořit hodnotu a společnost dosahovala ekonomické ztráty. Ta byla největší v roce 2011, a to ve výši – 86 875 tis. Kč. Důvodem tohoto negativního vývoje byla jednak příliš nízká dosažená rentabilita vlastního kapitálu, která byla prvních třech obdobích dokonce pod úrovní výnosnosti státních dluhopisů a záporná hodnota spreadu. V posledním roce se ale společnosti konečně podařilo vytvořit ekonomický zisk ve výši 184 935 tis. Kč a hodnota EVA byla tak kladná. Za tímto pozitivním vývojem stál extrémní nárůst čistého zisku a nízká hodnota nákladů na vlastní kapitál. Následný rozklad ukazatele EVA pomocí funkcionální a integrální metody poodhalil, že největší vlivy ať už to pozitivní či negativní, byly dosaženy u ukazatelů nižšího stupně rozkladu. Největší pozitivní vliv měla nejčastěji přírážka produkční síly $R_{\text{podnikatelské}}$, jejíž vliv byl až na poslední období pokaždé kladný. Největší a zároveň nejčastější negativní vliv měla nákladová položka $N_{\text{provozní}/T}$, respektive bezriziková sazba R_f . U první úrovně rozkladu ukazatele EVA bylo zjištěno, že oba dva rozkládají se ukazatele přispívaly kladně ke změně ekonomické přidané hodnoty, přičemž větší pozitivní vliv měl po celou sledovanou dobu hodnota spread. Nakonec byla provedena citlivostní analýza ukazatele EVA na zvolený parametr

Srovnání společnosti s odvětvím odhalilo, že společnost XY, až na ukazatel podílu vlastního kapitálu na aktivech a celkové likvidity, dosahovala u všech analyzovaných ukazatelů podstatně nižších hodnot, než tomu bylo u zbytku odvětví. Výnosnost společnosti byla po celou dobu nižší než hodnoty za odvětví, ovšem i průměrné hodnoty ROA a ROE za

odvětví nedosahovaly nějak příliš vysokých hodnot. V oblasti likvidity společnost dosahovala vyšších hodnot pouze u celkové likvidity, kdy hodnota za odvětví se pohybovaly od 1,81 do 2,07, přičemž hodnota za společnost byly 1,84 – 2,65. U pohotové likvidity byla situace úplně opačná, kdy společnost dosahovala extrémně nízkých hodnot z důvodu malé hodnoty EATu, přičemž průměrné hodnoty v odvětví byly v doporučeném rozpětí hodnot. Co se týče zadluženosti, byla zadluženost společnosti ve srovnání s odvětvím několikanásobně nižší. Obratovost aktiv společnosti byla téměř stejná až na hodnotu v posledním roce. Posledním srovnávaným ukazatelem byl ukazatel ekonomické přidané hodnoty. Bylo zjištěno, že ukazatel ekonomické přidané hodnoty odpovídal vývoji EVA za odvětví, ovšem s tím rozdílem, společnosti se podařilo vytvořit ekonomický zisk pouze v jednom období, přičemž u odvětví tomu bylo kromě posledního roku, ještě v roce 2012.

Společnost XY lze na základě provedených analýz výkonnosti zhodnotit jako finančně stabilní, málo zadluženou a rozvíjející se společnost, která není bezprostředně ohrožena bankrotem. Pro společnost by bylo žádoucí, aby zlepšila výsledky v oblasti rentability, zvýšila financování cizími zdroji, čímž by tak podpořila růst rentability. Dále by společnost měla zvýšit obratovost aktiv a měla by zapracovat na zlepšení platební morálky svých odběratelů. Těmito změnami by dosáhla zlepšení ukazatele finanční páky, zmíněného růstu rentability a celkově by tak podpořila růst ekonomické přidané hodnoty, která pro vlastníky klíčovým měřítkem výkonnosti

5. Závěr

Cílem diplomové práce bylo zhodnotit finanční výkonnost společnosti XY v odvětví zpracovatelského průmyslu za období 2011–2015 prostřednictvím finanční analýzy, bankrotních a bonitních modelů a ukazatele ekonomické přidané hodnoty.

Diplomová práce je složena z pěti kapitol, přičemž první kapitolou byl úvod a pátou závěr. Druhá kapitola byla zaměřena na teoretická východiska, kdy byla nejprve charakterizována výkonnost včetně přístupů k jejímu měření, finanční analýza včetně horizontální a vertikální analýzy a souhrnné modely hodnocení finanční úrovně. Následně v této části práce byla popsána charakteristika ekonomické přidané hodnoty a stanovení nákladů kapitálu. V závěru kapitoly byl popsán pyramidový rozklad ekonomické přidané hodnoty a citlivostní analýza.

Třetí kapitola byla věnována praktické části diplomové práce. V úvodu této stěžejní kapitoly byla nejprve ve stručnosti popsána charakteristika společnosti XY, včetně minulého a současného vývoje. Zhodnocení finanční výkonnosti společnosti bylo provedeno tradičními metodami finanční analýzy, ale i moderními metodami hodnocení, které byly popsány v teoretické části. V práci byla provedena analýza poměrových ukazatelů, včetně provedení horizontálně-vertikální analýzy. Poté byla zhodnocena výkonnost pomocí vybraných bonitních a bankrotních modelů. Dále byly vypočteny náklady vlastního kapitálu pomocí stavebnicové metody a modelu CAPM, kdy pro výpočet ekonomické přidané hodnoty na bázi zúženého rozpětí byly použity náklady vlastního kapitálu vyčíslené stavebnicovou metodou. Poté byl ukazatel EVA rozložen na dílčí ukazatele pomocí funkcionální a integrální metody, a to pouze do 5. úrovně, z důvodu nedostatku informací. Následně byla na ukazatel ekonomické přidané hodnoty aplikována citlivostní analýza. V závěru kapitoly byla společnost porovnána s hodnotami za odvětví, pomocí vybraných ukazatelů z oblasti likvidity, rentability, zadluženosti, aktivity a ekonomické přidané hodnoty.

Čtvrtá kapitola byla zaměřena na celkové zhodnocení dosažených výsledků výkonnosti. Na základě horizontálně-vertikální analýzy bylo zjištěno, že až na rok 2012, aktiva a pasiva společnosti neustále rostla. Největší pozitivní změna byla zaznamenána v posledním období, a to ve výši 350 078 tis. Kč. Po celé sledované období převažoval podíl dlouhodobého majetku na aktivech, který se průměrně pohyboval průměrně kolem 68 %. U vertikální analýzy pasiv nelze opomenout podíl vlastního kapitálu, který se pohyboval nad hranici 80 %. Co se týče horizontálně vertikální analýzy výkazu zisku, byl v období 2012 až

2013 zaznamenám pokles jak výnosů, tak celkových nákladů. Největší zastoupení měly u výnosů tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb a z pohledu nákladů pak největší zastoupení vykazovaly výrobní náklady. V oblasti rentability dosahovala společnost v prvních třech analyzovaných obdobích velmi nízkých hodnot, a to u všech analyzovaných ukazatelů. Důvodem těchto nepříznivých hodnot byl extrémně nízký výsledek hospodaření. V oblasti likvidity společnost XY dosahovala o poznání lepších výsledků než u rentability. V rámci dlouhodobé likvidity se společnost jeví jako finančně samostatná a dostatečně stabilní, kdy hodnoty celkové a pohotové likvidity se pohybovaly v doporučeném rozmezí hodnot. Nejlepších výsledků společnost dosahovala u analýzy ukazatelů zadluženosti a stability. Důvodem příznivých hodnot byla poměrně nízká zadluženost, které se po celé analyzované období pohybovala pod doporučenou hranici. V oblasti ukazatelů aktivity nebylo ani v jednom období splněno pravidlo solventnosti, kdy doba obratu byla v průměru o 22,5 dne vyšší než doba obratu závazků. Z pohledu trhu byla vnímána společnost XY poměrně stabilně, kdy byly až na rok 2014 pravidelně vypláceny dividendy, tržní cena akcií až na propad v čase rostla. Z hlediska souhrnných model hodnocení finanční výkonnosti podniku lze považovat společnost za stabilní a finančně zdravou s malou pravděpodobností bankrotu. Tyto výsledky potvrzují jednak hodnoty Altmanova a Taflerova model, ale i indexy IN95 a IN05. Horších výsledků bylo dosaženo u Beaverova modelu a především pak u indexu IN01. Dále byl vypočítán ukazatel ekonomické přidané hodnoty, který až na poslední rok vykazoval záporných hodnot. Důvodem ekonomické ztráty v obdobích 2011 až 2014 byla záporná hodnota spreadu a příliš nízká hodnota rentability vlastního kapitálu. Následným pyramidovým rozkladem bylo zjištěno, že největší absolutní vlivy měly ukazatele až na páté úrovni rozkladu, především $N_{\text{provozní}}/T$, R_f či $R_{\text{podnikatelské}}$. V rámci první úrovně rozkladu měl větší vliv a zároveň kladnější, hodnota spreadu.

Společnost XY lze za analyzované období 2011 - 2015 považovat za stabilní, vhodně zadluženou, finančně zdravou a s malou pravděpodobností ohroženou bankrotem. Společnost by se měla zaměřit na oblasti rentability, aktivity a především na tvorbu ekonomického zisku, ve kterých vykazuje ne příliš dobrých výsledků.

Seznam použité literatury

Knížní publikace

- [1] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- [2] DAMODARAN, Aswath. *Applied corporate finance*. 3rd ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2011. ISBN 978-0-470-38464-0.
- [3] DAMODARAN, Aswath. *Study guide for Damodaran on valuation, security analysis for investment and corporate finance*. New York: Wiley, 1994. 220 s. ISBN 0-471-10897-9.
- [4] DLUHOŠOVÁ, Dana a kolektiv. *Nové přístupy a finanční nástroje ve finančním rozhodování*. 1. vyd. Ostrava:, 2004. 640 s. ISBN 80-248-0669-X.
- [5] GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. 3. vyd. Praha: Oeconomica, 2008. 182 s. ISBN 978-80-245-1108-5.
- [6] KISLINGEROVÁ, Eva a kol. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C.H.Beck, 2010. 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.
- [7] KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. *Finanční analýza krok za krokem*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005. 137 s. ISBN 80-7179-321-3.
- [8] KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. *Finanční analýza krok za krokem*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008. 135 s. ISBN 978-80-7179-713-5.
- [9] KISLINGEROVÁ, EVA. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. 304 s. ISBN 80-7179-227-6.
- [10] KNÁPKOVÁ, Adriana, PAVELKOVÁ, Drahomíra a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza*. 2. vyd. Praha: Grada Publishing, 2013. 240 s. ISBN 978-80-247-4456-8.
- [11] MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-61-0.
- [12] NEUMAIEROVÁ, Inka a IVAN NEUMAIER. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, 216 s. ISBN 80-247-0125-1.

- [13] PAVELKOVÁ, Drahomíra, KNÁPKOVÁ, Adriana. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2. akt. Vyd. Praha: Linde, 2009, 333 s. ISBN 978-80-86131-85-6.
- [14] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza*. 4. vyd. Praha: Grada Publishing, 2011. 144 s. ISBN 978-80-247-3916-8.
- [15] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza*. 5. vyd. Praha: Grada Publishing, 2015. 144 s. ISBN 978-80-247-5534-2.
- [16] SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 2. vyd. Brno: ComputerPress, 2011. 152 s. ISBN 978-80-251-3386-6.
- [17] ZMEŠKAL, Zdeněk, Dana DLUHOŠOVÁ a Tomáš TICHÝ. *Finanční modely: koncepty, metody, aplikace*. 3. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2013, 267 s. ISBN 978-80-86929-91-0.

Internetové zdroje

- [1] LESSL, Filip. *Finanční analýza vybraného podniku vyrábějícího farmaceutické přípravky ve zpracovatelském průmyslu*. Ostrava, 2015. Bakalářská práce. Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava, Fakulta ekonomická, Katedra finance.
- [2] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU ČR. *Finanční analýza podnikové sféry*[online]. MPO. [3.4.2015]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/#category238>

Seznam zkratek

A	aktiva
BÚ	bankovní úvěry
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CF	cash flow
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČÚS	české účetní standardy
DM	dlouhodobý majetek
DzP	daň z příjmů
EAT	čistý zisk
EBIT	zisk před zdaněním a úroky
EBITDA	zisk před zdaněním, úroky a odpisy
EBT	zisk před zdaněním
EVA	ekonomická přidaná hodnota
FS	finanční stabilita
FM	finanční majetek
IFRS	mezinárodní účetní standardy
KZ	krátkodobé závazky
L1	okamžitá likvidita
L2	pohotová likvidita
L3	běžná likvidita
MPO	ministerstvo průmyslu a obchodu
MN	mimořádné náklady
N	náklady
Ost.	ostatní
P	pasiva
R _E	náklady vlastního kapitálu
R _F	bezriziková sazba
R _{finstab}	riziková přírážka za finanční stabilitu
R _{finstru}	riziková přírážka za finanční strukturu
R _{LA}	riziková přírážka za velikost podniku
R _{podnikatelská}	riziková přírážka za podnikatelské riziko
ROA	rentabilita aktiv

ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROCE	rentabilita dlouhodobých zdrojů
RP	riziková přírážka
UZ	úplatné zdroje
VK	vlastní kapitál
WACC _U	celkové náklady kapitálu nezadluženého podniku
WACC _L	celkové náklady kapitálu zadluženého podniku
Záv.	závazky
ZBO	zboží
ZPL	závazky po lhůtě splatnosti

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 21. 4. 2017

FILIP LESSL
.....
jméno a příjmení studenta

Seznam příloh

- Příloha č. 1- Rozvaha společnosti XY (v celých tis. Kč) 2011-2015
- Příloha č. 2- Podrobná rozvaha aktiv společnosti XY (v celých tis. Kč) 2011-2015
- Příloha č. 3- Podrobná rozvaha pasiv společnosti XY (v celých tis. Kč) 2011-2015
- Příloha č. 4- Výkaz zisku a ztrát společnosti XY (v celých tis. Kč) 2011-2015
- Příloha č. 5 – Podrobný výkaz zisku a ztráty společnosti XY (v celých tis. Kč) 2011-2015
- Příloha č. 6 - Výkaz cash flow společnosti XY (v celých tis. Kč) 2011-2015
- Příloha č. 7 - Horizontální analýza VZZ v užším rozsahu 2011-2015
- Příloha č. 8 - Horizontální analýza aktiv a pasiv v užším rozsahu 2011-2015
- Příloha č. 9 - Horizontální analýza VZZ v rozšířeném rozsahu 2011-2015
- Příloha č. 10 - Horizontální analýza aktiv v rozšířeném rozsahu 2011-2015
- Příloha č. 11 – Horizontální analýza pasiv v rozšířeném rozsahu 2011-2015
- Příloha č. 12 – Vertikální analýza VZZ v užším rozsahu 2011-2015
- Příloha č. 13 – Vertikální analýza aktiv/pasiv v užším rozsahu 2011-2015
- Příloha č. 14 - Vertikální analýza VZZ v rozšířeném rozsahu 2011-2015
- Příloha č. 15 – Vertikální analýza aktiv rozšířeného rozsahu 2011-2015
- Příloha č. 16 – Vertikální analýza pasiv rozšířeného rozsahu 2011-2015
- Příloha č. 17 - Bodové hodnocení Tamariho modelů
- Příloha č. 18 - Kralickuv Quick-test
- Příloha č. 19 – Index IN
- Příloha č. 20 - Přirážky k výpočtu nákladů na vlastní kapitál
- Příloha č. 21 - Schéma pyramidového rozkladu EVA
- Příloha č. 22 - Pyramidový rozklad ukazatele EVA Funkcionální metoda v období 2011-2012
- Příloha č. 23 - Pyramidový rozklad ukazatele EVA Funkcionální metoda v období 2012-2013
- Příloha č. 24 - Pyramidový rozklad ukazatele EVA Funkcionální metoda v období 2013-2014
- Příloha č. 25 - Pyramidový rozklad ukazatele EVA Funkcionální metoda v období 2014-2015
- Příloha č. 26 - Pyramidový rozklad ukazatele EVA Integrovaná metoda v období 2011-2012
- Příloha č. 27 - Pyramidový rozklad ukazatele EVA Integrovaná metoda v období 2012-2013
- Příloha č. 28 - Pyramidový rozklad ukazatele EVA Integrovaná metoda v období 2013-2014
- Příloha č. 29 - Pyramidový rozklad ukazatele EVA Integrovaná metoda v období 2014-2015
- Příloha č. 30 - Pořadí vlivů funkcionální metodou
- Příloha č. 31 - Pořadí vlivů integrovanou metodou
- Příloha č. 32 - Analýza citlivosti vlivů EVA pro rok 2015

Příloha č. 1

Rozvaha společnosti XY (v celých tis. Kč) 2011-2015

Položka	2011	2012	2013	2014	2015
Aktiva celkem	1 606 326	1 485 810	1 453 390	1 713 248	2 063 326
Dlouhodobý majetek	1 160 023	1 123 856	1 092 801	1 066 251	1 101 851
Nehmotný majetek	8 868	6 588	7 761	5 319	3 914
Pozemky, budovy a zařízení	566 455	529 306	508 143	514 271	541 363
Podíly v ovládaných podnicích	533 638	533 637	533 637	535 837	533 637
Pohledávky z obch. styku a ostatní aktiva	51 062	54 325	43 260	10 824	16 539
Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	6 398
Krátkodobá aktiva	446 303	361 954	360 589	646 997	961 475
Aktiva určená k prodeji	15 000	10 632	0	14 218	0
Zásoby	113 059	120 630	106 463	187 681	231 988
Stavební smlouvy	2 171	750	990	1 866	9 382
Obchodní a jiné pohledávky	300 833	204 580	229 138	415 345	500 659
Peněžní prostředky a ekvivalenty	15 240	25 362	23 998	27 887	219 446
Pasiva celkem	1 606 326	1 485 810	1 453 390	1 713 248	2 063 326
Vlastní kapitál	1 339 534	1 301 196	1 295 083	1 353 138	1 610 045
Základní kapitál	596 310	596 310	596 310	596 310	596 310
Zákonný rezervní fond	94 513	95 214	96 637	0	0
Nerozdělený zisk	648 711	609 672	602 136	756 828	1 013 735
Dlouhodobé závazky	24 572	16 707	16 472	18 684	91 401
Dlouhodobé rezervy	6 913	7 167	6 606	3 594	40 652
Dlouhodobé závazky	1 030	633	605	1 291	749
Bankovní úvěry	0	0	0	0	50 000
Odložený daňový závazek	16 629	8 907	9 261	13 799	0
Krátkodobé závazky	242 220	167 907	141 835	341 426	361 880
Závazky z obchodního styku	122 411	69 496	79 009	268 180	252 561
Stavební smlouvy	155	0	835	2 949	822
Bankovní úvěry	95 000	80 000	35 000	0	30 000
Daňové závazky	853	783	975	25 816	42 796
Krátkodobé rezervy	609	1	19	11	0
Ostatní závazky	23 192	17 627	25 997	40 776	35 701
Závazky související s majetkem určeným k prodeji	0	0	0	3 694	0

Příloha č. 2

Podrobná rozvaha aktiv společnosti XY (v celých tis. Kč) 2011-2015

Položka	2011	2012	2013	2014	2015
Aktiva celkem	1 606 326	1 485 810	1 453 390	1 713 248	2 063 326
Dlouhodobý majetek	1 160 023	1 123 856	1 092 801	1 066 251	1 101 851
Dlouhodobý nehmotný majetek	8 868	6 588	7 761	5 319	3 914
Software	4 160	2 769	1 482	450	455
Ocenitelná práva	4 653	3 819	6 279	4 869	3 459
Nedokončený nehmotný majetek	55	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	1 151 155	1 117 268	1 085 040	1 060 932	1 097 937
Pozemky	22 908	23 003	23 024	21 851	22 096
Stavby	244 984	227 672	227 668	222 094	245 481
Stroje a dopravní prostředky	282 578	270 548	228 778	217 091	273 211
Nedokončený hmotný majetek	15 985	8 083	28 673	53 235	575
Podíly v ovládaných podnicích	533 638	533 637	533 637	535 837	533 637
Pohledávky z obch. styku a ostatní aktiva	51 062	54 325	43 260	10 824	16 539
Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	6 398
Krátkodobá aktiva	446 303	361 954	360 589	646 997	961 475
Aktiva určená k prodeji	15 000	10 632	0	14 218	0
Zásoby	113 059	120 630	106 463	187 681	231 988
Materiál	40 921	35 942	33 485	60 786	72 796
Výrobky	70 906	82 145	72 781	133 986	145 080
Zboží	580	1 588	197	125	14 111
Nedokončená výroba	652	955	0	0	0
Stavební smlouvy	2 171	750	990	1 866	9 382
Krátkodobé pohledávky	300 833	204 580	229 138	415 345	500 659
Krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů	293 785	190 683	217 326	390 209	477 270
Krátkodobě poskytnuté zálohy	578	4 759	1 873	3 175	1 538
Daňové pohledávky	3 162	4 494	4 634	19 350	12 915
Jiné krátkodobé pohledávky	294	345	202	408	389
Ostatní aktiva-náklady příštích období	3 014	4 299	5 103	2 203	8 547
Finanční majetek	15 240	25 362	23 998	27 887	219 446
Hotovost	526	750	557	792	857
Účty v bankách	14 714	24 612	23 441	27 095	218 589

Příloha č. 3

Podrobná rozvaha pasiv společnosti XY (v celých tis. Kč) 2011-2015

Položka	2011	2012	2013	2014	2015
Pasiva celkem	404 505	397 766	343 002	410 091	509 113
Vlastní kapitál	1 339 534	1 301 196	1 295 083	1 353 138	1 610 045
Základní kapitál	596 310	596 310	596 310	596 310	596 310
Fondy ze zisku	94 513	95 214	96 637	0	0
Zákonný rezervní fond	94 513	95 214	96 637	0	0
Hospodářský výsledek minulých let	648 711	609 672	602 136	756 828	1 013 735
Nerozdělený zisk	648 711	609 672	602 136	756 828	1 013 735
Cizí zdroje	266 792	184 614	158 307	360 110	453 281
Dlouhodobé závazky	24 572	16 707	16 472	18 684	91 401
Rezervy	6 913	7 167	6 606	3 594	40 652
Rezerva na záruční opravy	2 973	2 960	2 160	2 635	40 652
Ostatní dlouhodobé rezervy	3 940	4 207	4 446	959	0
Dlouhodobé závazky	1 030	633	605	1 291	749
Bankovní úvěry	0	0	0	0	50 000
Odložený daňový závazek	16 629	8 907	9 261	13 799	0
Krátkodobé závazky	242 220	167 907	141 835	341 426	361 880
Závazky z obchodního styku	122 411	69 496	79 009	268 180	252 561
krátkodobé závazky z obchod. vztahů	112 781	57 265	72 853	249 501	188 577
Dohadné účty pasivní	9 577	12 198	6 139	18 674	63 984
Jiné krátkodobé závazky	53	33	17	5	0
Ostatní závazky	23 192	17 627	25 997	40 776	35 701
Závazky k zaměstnancům	7 269	7 129	7 764	10 883	13 966
Závazky ze sociálního zabezpečení	3 705	3 641	4 456	6 190	7 260
Závazky z titulu dividend	1 439	1 679	914	788	774
Závazky z titulu derivátů	905	0	0	0	0
Jiné závazky	486	716	381	784	1 556
Dohadné účty pasivní -mzdy	9 388	4 462	12 482	22 131	12 145
Stavební smlouvy	155	0	835	2 949	822
Daňové závazky	853	783	975	25 816	42 796
Krátkodobé rezervy	609	1	19	11	0
Závazky související s majetkem určeným k prodeji	0	0	0	3 694	0
Bankovní úvěry a výpomoci	95 000	80 000	35 000	0	30 000

Příloha č. 4

Výkaz zisku a ztrát společnosti XY (v celých tis. Kč) 2011-2015

Položka	Rok 2011 (tis. Kč)	Rok 2012 (tis. Kč)	Rok 2013 (tis. Kč)	Rok 2014 (tis. Kč)	Rok 2015 (tis. Kč)
Tržby	1 050 103	848 982	772 713	1 457 986	2 763 590
Změna stavu zásob	-10 071	14 108	-10 393	54 752	20 806
Výrobní náklady	-720 919	-584 374	-466 135	-923 740	-1 664 256
Služby	-100 345	-77 509	-76 998	-149 515	-249 771
Osobní náklady	-177 863	-141 415	-149 145	-213 848	-348 725
Odpisy dlouhodobého hmot. A neh. Maj.	-63 312	-63 032	-80 548	-106 929	-161 098
Ostatní provozní výnosy	15 476	9 970	12 950	4 545	6 752
Ostatní provozní náklady	-13 092	-10 979	-11 592	-6 852	-11 432
Změna opravných položek a rezerv v provozní oblasti	-26 196	-25 799	-8 442	-38 718	-36 594
Zisk/ztráta z provozní činnosti	-46 219	-30 048	-17 590	77 681	319 272
Kurzové rozdíly	1 628	-2 265	9 303	944	-1 283
Finanční výnosy	60 200	66 787	21 647	15 226	3 964
Finanční náklady	-8 093	-13 745	-1 048	-944	-4 080
Změna oprav. Položek a rezerv ve fin. Ob.	-4 870	-1	0	2 200	-2 200
Zisk před zdaněním	2 646	20 728	12 312	95 107	315 673
Daň z příjmu	11 376	7 721	-354	-29 042	-58 766
Zisk za běžné období	14 022	28 449	11 958	66 065	256 907
ostatní úplný výsledek	0	0	0	0	0
Úplný výsledek za období celkem	14 022	28 449	11 958	66 065	256 907

Příloha č. 5

Podrobný výkaz zisku a ztráty společnosti XY (v celých tis. Kč) 2011-2015

Položka	Rok 2011 (tis. Kč)	Rok 2012 (tis. Kč)	Rok 2013 (tis. Kč)	Rok 2014 (tis. Kč)	Rok 2015 (tis. Kč)
Tržby za prodej zboží	10916	12007	6603	21 356	253 873
Náklady na prodané zboží	10 366	10 535	5401	17 941	238 396
Obchodní marže	550	1 472	1 202	3 415	15 477
Výkony	1 060 174	834 874	783 106	1 403 234	2 742 784
Tržby z prodeje výrobků a služeb	1 050 103	848 982	772 713	1 457 986	2 763 590
Prodej vlastních výrobků	646 385	565 280	587 231	1 088 227	2 026 136
Prodej elektřiny	41 674	21 596	16 587	12 804	6 575
služby	351 128	250 099	162 292	335 599	477 006
Změna stavu zásob	-10 071	14 108	-10 393	54 752	20 806
Výrobní náklady	720 919	584 374	466 135	923 740	1 664 256
Subdodávky	208 040	165 381	57 382	227 693	288 987
Spotřeba materiálu	435 957	363 838	365 228	646 574	1 106 962
Spotřeba energie	63 996	42 878	37 016	29 898	28 474
Ostatní	12 926	12 277	6 509	19 575	239 833
Služby	100 345	77 509	76 998	149 515	249 771
Přidaná hodnota	339 805	251 972	318 173	482 909	1 094 005
Osobní náklady	177 863	141 415	149 145	213 848	348 725
Mzdy	131 915	102 296	111 136	158 515	254 013
Sociální a zdravotní pojištění	41 918	36 816	35 711	51 443	88 460
Jiné	4 030	2 303	2 298	3 890	6 252
Odpisy dlouh. hmot. a nehmot. majetku	15 476	9 970	80 548	106 929	161 098
Ostatní provozní výnosy	15 476	9 970	12 950	4 545	6 752
Zisk z prodeje dlouhodobého majetku	6188	1003	8825	0	5 158
Zisk z prodeje materiálu	2624	1493	0	2 601	100
Jiné provozní výnosy	6664	7474	4125	1 944	1 494
Ostatní provozní náklady	13 092	10 979	11 592	6 852	11 432
Daně a poplatky	2832	3420	3960	2 518	3 405
Pojištění majetku a osob	4387	3081	2567	2 916	4 385
Odpis pohledávek	4378	1818	4242	232	1 606
Ztráta z prodeje dlouhodobého majetku	0	0	0	144	0
Jiné provozní náklady	1495	2660	0	1 042	2 036
Změna oprav. položek a rezerv v prov.oblasti	-26 196	-25 799	-8 442	-38 718	-36 594
Změna OP k zásobám	-4449	-1419	5902	2 961	-826
Změna OP k pohledávkám	3005	-12001	-9347	-42 282	1 791
Změna OP k hmotnému a nehmotnému majetku	-23757	-12732	-5539	1 275	-512
Změna provozních rezerv	-995	353	542	-672	-37 047
Zisk/ztráta z provozní činnosti	-46 219	-30 048	-17 590	77 681	319 272
Kurzové rozdíly	1628	-2 265	9 303	944	-1 283
Kurzové výnosy	2533	0	9303	944	0
Kurzové ztráty	0	0	0	0	-1 283
Podrobný výkaz zisku a ztráty společnosti XY (v celých tis. Kč) 2011-2015	0	905	0	0	0
zisk z derivátových operací	0	905	0	0	0
ztráta z derivátových operací	905	0	0	0	0
Finanční výnosy	60 200	66 787	21 647	15 226	3 964
úroky z bankovních úvěrů	85	111	13	944	3 796
přijaté dividendy	60115	66676	18782	15 171	3 339
Diskont dlouhodobých pohledávek	0	0	2852	54	0
Finanční náklady	8 093	13 745	10 48	944	4 080
úroky z bankovních úvěrů a kont.	2734	2097	1048	944	3 796
úrokové náklady z diskont. Dl. Zav.	0	0	0	0	284
úroky ze závazků finančního leasingu	79	0	0	0	0
Diskont dlouhodobých pohledávek	5280	11648	0	0	0
Daň z příjmu	-11 376	-7 721	354	29 042	58 766
Splatná daň	0	0	0	24 505	78 963
Odložená daň, náklad/(výnos)	-11376	-7721	354	4 537	-20 197
Zisk za běžné období	14 022	28 449	11 958	66 065	25 6907
Úplný výsledek za období celkem	14 022	28 449	11 958	66 065	25 6907

Příloha č. 6

Výkaz cash flow společnosti XY (v celých tis. Kč) 2011-2015

PROVOZNÍ ČINNOST	Rok 2011 (tis. Kč)	Rok 2012 (tis. Kč)	Rok 2013 (tis. Kč)	Rok 2014 (tis. Kč)	Rok 2015 (tis. Kč)
Zisk před zdaněním	2 646	20 728	12 312	95 107	315 673
Úpravy o nepeněžní operace:					
Odpisy majetku	63 312	63 032	80 548	106 929	161 098
Zisk z prodeje dlouhodobého hmotného majetku	-6 188	-1 003	-8 825	144	-5 158
Zvýšení stavu rezerv a opravných položek	41 441	25 799	8 442	36 620	39 367
Čisté úrokové náklady	2 728	1 986	1 035	943	3 080
Odpis pohledávek	4 454	1 883	4 253	276	1 667
Výnosy z účasti v jiných společnostech	-60 115	-66 676	-18 782	-15 171	-3 339
Nerealizované kurzové ztráty/zisky			-8 107	973	-1 282
Ostatní ztráty/(zisky)	-7 177	12 632	-2 987	0	0
Snížení/(zvýšení) stavu zásob	18 366	-8 990	20 068	-78 256	-45 134
Snížení stavu pohledávek	63 874	61 736	7 654	-201 731	-126 394
Snížení stavu závazků	-50 023	-52 152	-3 852	207 332	1 857
Peněžní prostředky z provozní činnosti	73 318	58 975	91 759	153 166	341 435
Přeplatek daně z příjmu	2 751	300	0	0	-62 200
Zaplacené úroky	-2 734	-2 097	-1 048	-944	-3 795
ČISTÉ PENĚŽNÍ TOKY Z PROVOZNÍ ČINNOSTI	73 335	57 178	90 711	152 222	275 440
INVESTIČNÍ ČINNOST					
Přijaté úroky	85	111	13	1	715
Dividendy přijaté od ovládaného podniku	60 115	66 676	18 782	15 171	3 339
Příjmy z prodeje dlouhodobého majetku	6 905	2 484	18 177	1 761	14 334
Nákupy dlouhodobého hmotného majetku	-43 876	-34 460	-64818	-122 023	-182 254
ČISTÉ PENĚŽNÍ TOKY Z INVESTIČNÍ ČINNOSTI	23 229	34 811	-27 846	-105 090	-163 866
FINANČNÍ ČINNOST					
Změna závazků z finančních leasingů	-4 205	0			
Změna stavu úvěrů	-19 851	-15 000	-45 000	-35 000	80 000
Vyplacené dividendy	-59 791	-66 867	-19 229	-8 243	-15
ČISTÉ PENĚŽNÍ TOKY Z FINANČNÍ ČINNOSTI	83 847	-81 867	-64 229	-43 243	79 985
ČISTÉ ZVÝŠENÍ PENĚŽNÍCH PROSTŘEDKŮ A PENĚŽNÍCH EKVIVALENTŮ	12 717	10 122	-1 364	3 889	191 559
PENĚŽNÍ PROSTŘEDKY A EKVIVALENTY NA POČÁTKU ROKU	2 523	15 240	25 362	23 998	27 887
PENĚŽNÍ PROSTŘEDKY A EKVIVALENTY NA KONCI ROKU	15 240	25 362	23 998	27 887	219 446

Příloha č. 7

Horizontální analýza VZZ v užším rozsahu 2011-2015

Položka	2011 - 2012		2012 -2013		2013 -2014		2014 - 2015	
	absolutní Δ	relativní Δ v %	absolutní Δ	relativní Δ v %	absolutní Δ	relativní Δ v %	absolutní Δ	relativní Δ v %
Tržby	-201 121	-19,15	-76 269	-8,98	685 273	88,68	1 305 604	89,55
Změna stavu zásob	24 179	-240,09	-24 501	-173,67	65 145	-626,82	-33 946	-62,00
Výrobní náklady	-136 545	-18,94	-118 239	-20,23	457 605	98,17	740 516	80,16
Služby	-22 836	-22,76	-511	-0,66	72 517	94,18	100 256	67,05
Osobní náklady	-36 448	-20,49	7 730	5,47	64 703	43,38	134 877	63,07
Odpisy dlouhodobého hmot. A neh. Maj.	-280	-0,44	17 516	27,79	26 381	32,75	54 169	50,66
Ostatní provozní výnosy	-5 506	-35,58	2 980	29,89	-8 405	-64,90	2 207	48,56
Ostatní provozní náklady	-2 113	-16,14	613	5,58	-4 740	-40,89	4 580	66,84
Změna opravných položek a rezerv v provozní oblasti	-397	-1,52	-17 357	-67,28	30 276	358,64	-2 124	-5,49
Zisk/ztráta z provozní činnosti	16 171	-34,99	12 458	-41,46	95 271	-541,62	241 591	311,00
Kurzové rozdíly	-3 893	-239,13	11 568	-510,73	-8 359	-89,85	-2 227	-235,91
Finanční výnosy	6 587	10,94	-45 140	-67,59	-6 421	-29,66	-11 262	-73,97
Finanční náklady	5 652	69,84	-12 697	-92,38	-104	-9,92	3 136	332,20
Změna oprav. Položek a rezerv ve fin. Ob.	-4 869	-99,98	-1	-100,00	2 200	0,00	0	0,00
zisk před zdaněním	18 082	683,37	-8 416	-40,60	82 795	672,47	220 566	231,91
Daň z příjmu	-3 655	-32,13	-8 075	-104,58	-28 688	8103,95	-29 724	102,35
Zisk za běžné období	14 427	102,89	-16 491	-57,97	54 107	452,48	190 842	288,87
ostatní úplný výsledek	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Úplný výsledek za období celkem	14 427	102,89	-16 491	-57,97	54 107	452,48	190 842	288,87

Příloha č. 8

Horizontální analýza aktiv a pasiv v užším rozsahu 2011-2015

Položka	2009 - 2010		2010 -2011		2011 - 2012		2012 - 2013	
	absolutní Δ	relativní Δ v %	absolutní Δ	relativní Δ v %	absolutní Δ	relativní Δ v %	absolutní Δ	relativní Δ v %
Dlouhodobý majetek	-36 167	-3,12	-31 055	-2,76	-26 550	-2,43	35 600	3,34
Nehmotný majetek	-2 280	-25,71	1 173	17,81	-2 442	-31,47	-1 405	-26,41
Pozemky, budovy a zařízení	-37 149	-6,56	-21 163	-4,00	6 128	1,21	27 092	5,27
Podíly v ovládaných podnicích	-1	0,00	0	0,00	2 200	0,41	-2 200	-0,41
Pohledávky z obch. styku a ostatní aktiva	3 263	6,39	-11 065	-20,37	-32 436	-74,98	5 715	52,80
Odložená daňová pohledávka	0	-	0	-	0	-	6 398	NA
Krátkodobá aktiva	-84 349	-18,90	-1 365	-0,38	286 408	79,43	314 478	48,61
Aktiva určená k prodeji	-4 368	-29,12	-10 632	-100,00	14 218	-	-14 218	-100,00
Zásoby	7 571	6,70	-14 167	-11,74	81 218	76,29	44 307	23,61
Stavební smlouvy	-1 421	-65,45	240	32,00	876	88,48	7 516	402,79
Obchodní a jiné pohledávky	-96 253	-32,00	24 558	12,00	186 207	81,26	85 314	20,54
Pěněžní prostředky a ekvivalenty	10 122	66,42	-1 364	-5,38	3 889	16,21	191 559	686,91
Aktiva celkem	-120 516	-7,50	-32 420	-2,18	259 858	17,88	350 078	20,43
Vlastní kapitál	-38 338	-2,86	-6 113	-0,47	58 055	4,48	256 907	18,99
Základní kapitál	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Zákonný rezervní fond	701	0,74	1 423	1,49	-96 637	-100,00	0	-
Nerozdělený zisk	-39 039	-6,02	-7 536	-1,24	154 692	25,69	256 907	33,95
Dlouhodobé závazky	-7 865	-32,01	-235	-1,41	2 212	13,43	72 717	389,19
Dlouhodobé rezervy	254	3,67	-561	-7,83	-3 012	-45,59	37 058	-
Dlouhodobé závazky	-397	-38,54	-28	-4,42	686	113,39	-542	-41,98
Bankovní úvěry	0	-	0	-	0	-	50 000	-
Odložený daňový závazek	-7 722	-46,44	354	3,97	4 538	49,00	-13 799	-100,00
Krátkodobé závazky	-74 313	-30,68	-26 072	-15,53	199 591	140,72	20 454	5,99
Závazky z obchodního styku	-52 915	-43,23	9 513	13,69	189 171	239,43	-15 619	-5,82
Stavební smlouvy	-155	-100,00	835	-	2 114	253,17	-2 127	-72,13
Bankovní úvěry	-15 000	-15,79	-45 000	-56,25	-35 000	-100,00	30 000	-
Daňové závazky	-70	-8,21	192	24,52	24 841	2 547,79	16 980	65,77
Krátkodobé rezervy	-608	-99,84	18	-	-8	-42,11	-11	-100,00
Ostatní závazky	-5 565	-24,00	8 370	47,48	14 779	56,85	-5 075	-12,45
Závazky související s majetkem určeným k prodeji	0	-	0	-	3 694	-	-3 694	-100,00
Pasiva celkem	-120 516	-7,50	-32 420	-2,18	259 858	17,88	350 078	20,43

Příloha č. 9

Horizontální analýza VZZ v rozšířeném rozsahu 2011-2015

Položka	2011 - 2012		2012 - 2013		2013 - 2014		2014 - 2015	
	absolutní Δ	relativní Δ v %	absolutní Δ	relativní Δ v %	absolutní Δ	relativní Δ v %	absolutní Δ	relativní Δ v %
Tržby za prodej zboží	1091	9,99	-5404	-45,01	14 753	223,43	232 517	1088,77
Náklady na prodané zboží	169	1,63	-5134	-48,73	12 540	232,18	220 455	1228,78
Obchodní marže	922	167,64	-270	-18,34	2 213	184,11	12 062	353,21
Výkony	-225300	-21,25	-51768	-6,20	620 128	79,19	1 339 550	95,46
Tržby z prodeje výrobků a služeb	-201121	-19,15	-76269	-8,98	685 273	88,68	1 305 604	89,55
Prodej vlastních výrobků	-81105	-12,55	21951	3,88	500 996	85,31	937 909	86,19
Prodej elektřiny	-20078	-48,18	-5009	-23,19	-3 783	-22,81	-6 229	-48,65
služby	-101029	-28,77	-87807	-35,11	173 307	106,79	141 407	42,14
Změna stavu zásob	24179	-240,09	-24501	-173,67	65 145	-626,82	-33 946	-62,00
Výrobní náklady	-136545	-18,94	-118239	-20,23	457 605	98,17	740 516	80,16
Subdodávky	-42659	-20,51	-107999	-65,30	170 311	296,80	61 294	26,92
Spotřeba materiálu	-72119	-16,54	1390	0,38	281 346	77,03	460 388	71,20
Spotřeba energie	-21118	-33,00	-5862	-13,67	-7 118	-19,23	-1 424	-4,76
Ostatní	-649	-5,02	-5768	-46,98	13 066	200,74	220 258	1125,20
Služby	-22836	-22,76	-511	-0,66	72 517	94,18	100 256	67,05
Přidaná hodnota	-87833	-25,85	66201	26,27	164 736	51,78	611 096	126,54
Osobní náklady	-36448	-20,49	7730	5,47	64 703	43,38	134 877	63,07
Mzdy	-29619	-22,45	8840	8,64	47 379	42,63	95 498	60,25
Sociální a zdravotní pojištění	-5102	-12,17	-1105	-3,00	15 732	44,05	37 017	71,96
Jiné	-1727	-42,85	-5	-0,22	1 592	69,28	2 362	60,72
Odpisy dlouh. hmot.a nehmot. majetku	-5506	-35,58	70578	707,90	26 381	32,75	54 169	50,66
Ostatní provozní výnosy	-5506	-35,58	2980	29,89	-8 405	-64,90	2 207	48,56
Zisk z prodeje dlouhodobého majetku	-5185	-83,79	7822	779,86	-8 825	-100,00	5 158	-
Zisk z prodeje materiálu	-1131	-43,10	-1493	-100,00	2 601	-	-2 501	-96,16
Jiné provozní výnosy	810	12,15	-3349	-44,81	-2 181	-52,87	-450	-23,15
Ostatní provozní náklady	-2113	-16,14	613	5,58	-4 740	-40,89	4 580	66,84
Daně a poplatky	588	20,76	540	15,79	-1 442	-36,41	887	35,23
Pojištění majetku a osob	-1306	-29,77	-514	-16,68	349	13,60	1 469	50,38
Odpis pohledávek	-2560	-58,47	2424	133,33	-4 010	-94,53	1 374	592,24
Ztráta z prodeje dlouhodobého majetku	0	-	0	-	144	-	-144	-100,00
Jiné provozní náklady	1165	77,93	-2660	-100,00	1 042	-	994	95,39
Změna oprav. položek a rezerv v prov.oblasti	397	-1,52	17357	-67,28	-30 276	358,64	2 124	-5,49
Změna OP k zásobám	3030	-68,11	7321	-515,93	-2 941	-49,83	-3 787	-127,90
Změna OP k pohledávkám	-15006	-499,37	2654	-22,11	-32 935	352,36	44 073	-104,24
Změna OP k hmotnému a nehmotnému majetku	11025	-46,41	7193	-56,50	6 814	-123,02	-1 787	-140,16
Změna provozních rezerv	1348	-135,48	189	53,54	-1 214	-223,99	-36 375	5412,95
Zisk/ztráta z provozní činnosti	16171	-34,99	12458	-41,46	95 271	-541,62	241 591	311,00
Kurzové rozdíly	-3893	-239,13	11568	-510,73	-8 359	-89,85	-2 227	-235,91
Kurzové výnosy	-2533	-100,00	9303	-	-8 359	-89,85	-944	-100,00
Kurzové ztráta	-3170	-	3170	-100,00	0	-	-1 283	-
zisk z derivátových operací	905	-	-905	-100,00	0	-	0	-
ztráta z derivátových operací	-905	-100,00	0	-	0	-	0	-
Finanční výnosy	6587	10,94	-45140	-67,59	-6 421	-29,66	-11 262	-73,97
úroky z bankovních úvěrů	26	30,59	-98	-88,29	931	7161,54	2 852	302,12
přijaté dividendy	6561	10,91	-47894	-71,83	-3 611	-19,23	-11 832	-77,99
Diskont dlouhodobých pohledávek	0	-	2852	-	-2 798	-98,11	-54	-100,00
Finanční náklady	5652	69,84	-12697	-92,38	-104	-9,92	3 136	332,20
úroky z bankovních úvěrů a kont.	-637	-23,30	-1049	-50,02	-104	-9,92	2 852	302,12
úrokové náklady z diskont. Dl. Zav.	0	-	0	-	0	-	284	-
úroky ze závazků finančního leasingu	-79	-100,00	0	-	0	-	0	-
Diskont dlouhodobých pohledávek	6368	120,61	-11648	-100,00	0	-	0	-
Daň z příjmu	3655	-32,13	8075	-104,58	28 688	8103,95	29 724	102,35
Splatná daň	0	-	0	-	24 505	-	54 458	222,23
Odložená daň, náklad/(výnos)	3655	-32,13	8075	-104,58	4 183	1181,64	-24 734	-545,16
Zisk za běžné období	14427	102,89	-16491	-57,97	54 107	452,48	190 842	288,87
Úplný výsledek za období celkem	14427	102,89	-16491	-57,97	54 107	452,48	190 842	288,87

Příloha č. 10

Horizontální analýza aktiv v rozšířeném rozsahu 2011-2015

Položka	2011 - 2012		2012 -2013		2013 -2014		2014 - 2015	
	absolutní Δ	relativní Δ v %	absolutní Δ	relativní Δ v %	absolutní Δ	relativní Δ v %	absolutní Δ	relativní Δ v %
Aktiva celkem	-120 516	-7,50	-32 420	-2,18	259 858	17,88	350 078	20,43
Dlouhodobý majetek	-36 167	-3,12	-31 055	-2,76	-26 550	-2,43	35 600	3,34
Dlouhodobý nehmotný majetek	-2 280	-25,71	1 173	17,81	-2 442	-31,47	-1 405	-26,41
Software	-1 391	-33,44	-1 287	-46,48	-1 032	-69,64	5	1,11
Ocenitelná práva	-834	-17,92	2 460	64,41	-1 410	-22,46	-1 410	-28,96
Nedokončený nehmotný majetek	-55	-100,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Dlouhodobý hmotný majetek	-33 887	-2,94	-32 228	-2,88	-24 108	-2,22	37 005	3,49
Pozemky	95	0,41	21	0,09	-1 173	-5,09	245	1,12
Stavby	-17 312	-7,07	-4	0,00	-5 574	-2,45	23 387	10,53
Stroje a dopravní prostředky	-12 030	-4,26	-41 770	-15,44	-11 687	-5,11	56 120	25,85
Nedokončený hmotný majetek	-7 902	-49,43	20 590	254,73	24 562	85,66	-52 660	-98,92
Podíly v ovládaných podnicích	-1	0,00	0	0,00	2 200	0,41	-2 200	-0,41
Pohledávky z obch. styku a ostatní aktiva	3 263	6,39	-11 065	-20,37	-32 436	-74,98	5 715	52,80
Odložená daňová pohledávka	0	0,00	0	0,00	0	0,00	6 398	0,00
Krátkodobá aktiva	-84 349	-18,90	-1 365	-0,38	286 408	79,43	314 478	48,61
Aktiva určená k prodeji	-4 368	-29,12	-10 632	-100,00	14 218	0,00	-14 218	-100,00
Zásoby	7 571	6,70	-14 167	-11,74	81 218	76,29	44 307	23,61
Materiál	-4 979	-12,17	-2 457	-6,84	27 302	81,53	12 010	19,76
Výrobky	11 239	15,85	-9 363	-11,40	61 205	84,09	11 094	8,28
Zboží	1 008	173,79	-1 391	-87,59	-72	-36,55	13 986	11188,80
Nedokončená výroba	303	46,47	-955	-100,00	0	0,00	0	0,00
Stavební smlouvy	-1 421	-65,45	240	32,00	876	88,48	7 516	402,79
Krátkodobé pohledávky	-96 253	-32,00	24 558	12,00	186 207	81,26	85 314	20,54
Krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů	-103 102	-35,09	26 643	13,97	172 883	79,55	87 061	22,31
Krátkodobě poskytnuté zálohy	4 181	723,36	-2 886	-60,64	1 302	69,51	-1 637	-51,56
Daňové pohledávky	1 332	42,13	140	3,12	14 716	317,57	-6 435	-33,26
Jiné krátkodobé pohledávky	51	17,35	-143	-41,45	206	101,98	-19	-4,66
Ostatní aktiva-náklady příštích období	1 285	42,63	804	18,70	-2 900	-56,83	6 344	287,97
Finanční majetek	10 122	66,42	-1 364	-5,38	3 889	16,21	191 559	686,91
Hotovost	224	42,59	-193	-25,73	235	42,19	65	8,21
Účty v bankách	9 898	67,27	-1 171	-4,76	3 654	15,59	191 494	706,75

Příloha č. 11

Horizontální analýza pasiv v rozšířeném rozsahu 2011-2015

Položka	2011 - 2012		2012 -2013		2013 -2014		2014 - 2015	
	absolutní Δ	relativní Δ v %	absolutní Δ	relativní Δ v %	absolutní Δ	relativní Δ v %	absolutní Δ	relativní Δ v %
Pasiva celkem	-120 516	-7,50	-32 420	-2,18	259 858	17,88	350 078	20,43
Vlastní kapitál	-38 338	-2,86	-6 113	-0,47	58 055	4,48	256 907	18,99
Základní kapitál	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Fondy ze zisku	701	0,74	1 423	1,49	-96 637	-100,00	0	0,00
Zákonný rezervní fond	701	0,74	1 423	1,49	-96 637	-100,00	0	0,00
Hospodářský výsledek minulých let	-39 039	-6,02	-7 536	-1,24	154 692	25,69	256 907	33,95
Nerozdělený zisk	-39 039	-6,02	-7 536	-1,24	154 692	25,69	256 907	33,95
Dlouhodobé závazky	-7 865	-32,01	-235	-1,41	2 212	13,43	72 717	389,19
Rezervy	254	3,67	-561	-7,83	-3 012	-45,59	37 058	1031,11
Rezerva na záruční opravy	-13	-0,44	-800	-27,03	475	21,99	38 017	1442,77
Ostatní dlouhodobé rezervy	267	6,78	239	5,68	-3 487	-78,43	-959	-100,00
Dlouhodobé závazky	-397	-38,54	-28	-4,42	686	113,39	-542	-41,98
Bankovní úvěry	0	0,00	0	0,00	0	0,00	50 000	0,00
Odložený daňový závazek	-7 722	-46,44	354	3,97	4 538	49,00	-13 799	-100,00
Krátkodobé závazky	-74 313	-30,68	-26 072	-15,53	199 591	140,72	20 454	5,99
Závazky z obchodního styku	-52 915	-43,23	9 513	13,69	189 171	239,43	-15 619	-5,82
krátkodobé závazky z obchod. vztahů	-55 516	-49,22	15 588	27,22	176 648	242,47	-60 924	-24,42
Dohadné účty pasivní	2 621	27,37	-6 059	-49,67	12 535	204,19	45 310	242,64
Jiné krátkodobé závazky	-20	-37,74	-16	-48,48	-12	-70,59	-5	-100,00
Ostatní závazky	-5 565	-24,00	8 370	47,48	14 779	56,85	-5 075	-12,45
Závazky k zaměstnancům	-140	-1,93	635	8,91	3 119	40,17	3 083	28,33
Závazky ze sociálního zabezpečení	-64	-1,73	815	22,38	1 734	38,91	1 070	17,29
Závazky z titulu dividend	240	16,68	-765	-45,56	-126	-13,79	-14	-1,78
Závazky z titulu derivátů	-905	-100,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Jiné závazky	230	47,33	-335	-46,79	403	105,77	772	98,47
Dohadné účty pasivní -mzdy	-4 926	-52,47	8 020	179,74	9 649	77,30	-9 986	-45,12
Stavební smlouvy	-155	-100,00	835	0,00	2 114	253,17	-2 127	-72,13
Daňové závazky	-70	-8,21	192	24,52	24 841	2547,79	16 980	65,77
Krátkodobé rezervy	-608	-99,84	18	1800,00	-8	-42,11	-11	-100,00
Závazky související s majetkem určeným k prodeji	0	0,00	0	0,00	3 694	0,00	-3 694	-100,00
Bankovní úvěry a výpomoci	-15 000	-15,79	-45 000	-56,25	-35 000	-100,00	30 000	0,00

Příloha č. 12

Vertikální analýza VZZ v užším rozsahu

	2011	2012	2013	2014	2015
	v%	v%	v%	v%	v%
Tržby	100	100	100	100	100
Změna stavu zásob	0,96	1,66	1,35	3,76	0,75
Výrobní náklady	68,65	68,83	60,32	63,36	60,22
Služby	9,56	9,13	9,96	10,25	9,04
Osobní náklady	16,94	16,66	19,30	14,67	12,62
Odpisy dlouhodobého hmot. A neh. Maj.	6,03	7,42	10,42	7,33	5,83
Ostatní provozní výnosy	1,47	1,17	1,68	0,31	0,24
Ostatní provozní náklady	1,25	1,29	1,50	0,47	0,41
Změna opravných položek a rezerv v provozní oblasti	2,49	3,04	1,09	2,66	1,32
Zisk/ztráta z provozní činnosti	4,40	3,54	2,28	5,33	11,55
Kurzové rozdíly	0,16	0,27	1,20	0,06	0,05
Finanční výnosy	5,73	7,87	2,80	1,04	0,14
Finanční náklady	0,77	1,62	0,14	0,06	0,15
Změna oprav. Položek a rezerv ve fin. Ob.	0,46	0,00	0,00	0,15	0,08
zisk před zdaněním	0,25	2,44	1,59	6,52	11,42
Daň z příjmu	1,08	0,91	0,05	1,99	2,13
Zisk za běžné období	1,34	3,35	1,55	4,53	9,30
ostatní úplný výsledek	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Úplný výsledek za období celkem	1,34	3,35	1,55	4,53	9,30

Příloha č. 12

Vertikální analýza VZZ v užším rozsahu 2011-2015

	2011	2012	2013	2014	2015
	v%	v%	v%	v%	v%
Tržby	100	100	100	100	100
Změna stavu zásob	0,96	1,66	1,35	3,76	0,75
Výrobní náklady	68,65	68,83	60,32	63,36	60,22
Služby	9,56	9,13	9,96	10,25	9,04
Osobní náklady	16,94	16,66	19,30	14,67	12,62
Odpisy dlouhodobého hmot. A neh. Maj.	6,03	7,42	10,42	7,33	5,83
Ostatní provozní výnosy	1,47	1,17	1,68	0,31	0,24
Ostatní provozní náklady	1,25	1,29	1,50	0,47	0,41
Změna opravných položek a rezerv v provozní oblasti	2,49	3,04	1,09	2,66	1,32
Zisk/ztráta z provozní činnosti	4,40	3,54	2,28	5,33	11,55
Kurzové rozdíly	0,16	0,27	1,20	0,06	0,05
Finanční výnosy	5,73	7,87	2,80	1,04	0,14
Finanční náklady	0,77	1,62	0,14	0,06	0,15
Změna oprav. Položek a rezerv ve fin. Ob.	0,46	0,00	0,00	0,15	0,08
zisk před zdaněním	0,25	2,44	1,59	6,52	11,42
Daň z příjmu	1,08	0,91	0,05	1,99	2,13
Zisk za běžné období	1,34	3,35	1,55	4,53	9,30
ostatní úplný výsledek	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Úplný výsledek za období celkem	1,34	3,35	1,55	4,53	9,30

Příloha č. 13

Vertikální analýza aktiv/pasiv v užším rozsahu 2011-2015

	2011	2012	2013	2014	2015
Položka	v %	v%	v%	v%	v%
Aktiva celkem	100	100	100	100	100
Dlouhodobý majetek	72,22	75,64	75,19	62,24	53,40
Nehmotný majetek	0,55	0,44	0,53	0,31	0,19
Pozemky, budovy a zařízení	35,26	35,62	34,96	30,02	26,24
Podíly v ovládaných podnicích	33,22	35,92	36,72	31,28	25,86
Pohledávky z obch. styku a ostatní aktiva	3,18	3,66	2,98	0,63	0,80
Odložená daňová pohledávka	0,00	0,00	0,00	0,00	0,31
Krátkodobá aktiva	27,78	24,36	24,81	37,76	46,60
Aktiva určená k prodeji	0,93	0,72	0,00	0,83	0,00
Zásoby	7,04	8,12	7,33	10,95	11,24
Stavební smlouvy	0,14	0,05	0,07	0,11	0,45
Obchodní a jiné pohledávky	18,73	13,77	15,77	24,24	24,26
Pěněžní prostředky a ekvivalenty	0,95	1,71	1,65	1,63	10,64
Pasiva celkem	100	100	100	100	100
Vlastní kapitál	83,39	87,57	89,11	78,98	78,03
Základní kapitál	37,12	40,13	41,03	34,81	28,90
Zákonný rezervní fond	5,88	6,41	6,65	0,00	0,00
Nerozdělený zisk	40,38	41,03	41,43	44,18	49,13
Dlouhodobé závazky	1,53	1,12	1,13	1,09	4,43
Dlouhodobé rezervy	0,43	0,48	0,45	0,21	1,97
Dlouhodobé závazky	0,06	0,04	0,04	0,08	0,04
Bankovní úvěry	0,00	0,00	0,00	0,00	2,42
Odložený daňový závazek	1,04	0,60	0,64	0,81	0,00
Krátkodobé závazky	15,08	11,30	9,76	19,93	17,54
Závazky z obchodního styku	7,62	4,68	5,44	15,65	12,24
Stavební smlouvy	0,01	0,00	0,06	0,17	0,04
Bankovní úvěry	5,91	5,38	2,41	0,00	1,45
Daňové závazky	0,05	0,05	0,07	1,51	2,07
Krátkodobé rezervy	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00
Ostatní závazky	1,44	1,19	1,79	2,38	1,73
Závazky související s majetkem určeným k prodeji	0,00	0,00	0,00	0,22	0,00

Příloha č. 14

Vertikální analýza VZZ v rozšířeném rozsahu 2011-2015

Položka	2011	2012	2013	2014	2015
	v %	v %	v %	v %	v %
Tržby za prodej zboží	0,96	1,28	0,80	1,42	8,38
Náklady na prodané zboží	0,91	1,12	0,66	1,20	7,87
Obchodní marže	0,05	0,16	0,15	0,23	0,51
Výkony	93,06	88,94	95,13	93,55	90,58
Tržby z prodeje výrobků a služeb	92,18	90,45	93,87	97,20	91,26
Prodej vlastních výrobků	56,74	60,22	71,33	72,55	66,91
Prodej elektřiny	3,66	2,30	2,01	0,85	0,22
služby	30,82	26,64	19,71	22,37	15,75
Změna stavu zásob	-0,88	1,50	-1,26	3,65	0,69
Výrobní náklady	63,28	62,26	56,62	61,58	54,96
Subdodávky	18,26	17,62	6,97	15,18	9,54
Spotřeba materiálu	38,27	38,76	44,37	43,10	36,56
Spotřeba energie	5,62	4,57	4,50	1,99	0,94
Ostatní	1,13	1,31	0,79	1,30	7,92
Služby	8,81	8,26	9,35	9,97	8,25
Přidaná hodnota	29,83	26,84	38,65	32,19	36,13
Osobní náklady	15,61	15,07	18,12	14,26	11,52
Mzdy	11,58	10,90	13,50	10,57	8,39
Sociální a zdravotní pojištění	3,68	3,92	4,34	3,43	2,92
Jiné	0,35	0,25	0,28	0,26	0,21
Odpisy dlouh. hmot. a nehmot. majetku	1,36	1,06	9,78	7,13	5,32
Ostatní provozní výnosy	1,36	1,06	1,57	0,30	0,22
Zisk z prodeje dlouhodobého majetku	0,54	0,11	1,07	0,00	0,17
Zisk z prodeje materiálu	0,23	0,16	0,00	0,17	0,00
Jiné provozní výnosy	0,58	0,80	0,50	0,13	0,05
Ostatní provozní náklady	1,15	1,17	1,41	0,46	0,38
Daně a poplatky	0,25	0,36	0,48	0,17	0,11
Pojištění majetku a osob	0,39	0,33	0,31	0,19	0,14
Odpis pohledávek	0,38	0,19	0,52	0,02	0,05
Ztráta z prodeje dlouhodobého majetku	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00
Jiné provozní náklady	0,13	0,28	0,00	0,07	0,07
Změna oprav. položek a rezerv v prov.oblasti	-2,30	-2,75	-1,03	-2,58	-1,21
Změna OP k zásobám	-0,39	-0,15	0,72	0,20	-0,03
Změna OP k pohledávkám	0,26	-1,28	-1,14	-2,82	0,06
Změna OP k hmotnému a nehmotnému majetku	-2,09	-1,36	-0,67	0,08	-0,02
Změna provozních rezerv	-0,09	0,04	0,07	-0,04	-1,22
Zisk/ztráta z provozní činnosti	-4,06	-3,20	-2,14	5,18	10,54
Kurzové rozdíly	0,14	-0,24	1,13	0,06	-0,04
Kurzové výnosy	0,22	0,00	1,13	0,06	0,00
Kurzové ztráta	0,00	-0,34	0,00	0,00	-0,04
zisk z derivátových operací	0,00	0,10	0,00	0,00	0,00
ztráta z derivátových operací	0,08	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanční výnosy	5,28	7,12	2,63	1,02	0,13
úroky z bankovních úvěrů	0,01	0,01	0,00	0,06	0,13
přijaté dividendy	5,28	7,10	2,28	1,01	0,11
Diskont dlouhodobých pohledávek	0,00	0,00	0,35	0,00	0,00
Finanční náklady	0,71	1,46	0,13	0,06	0,13
úroky z bankovních úvěrů a kont.	0,24	0,22	0,13	0,06	0,13
úrokové náklady z diskont. Dl. Zav.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01
úroky ze závazků finančního leasingu	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Diskont dlouhodobých pohledávek	0,46	1,24	0,00	0,00	0,00
Daň z příjmu	-1,00	-0,82	0,04	1,94	1,94
Splatná daň	0,00	0,00	0,00	1,63	2,61
Odložená daň, náklad/(výnos)	-1,00	-0,82	0,04	0,30	-0,67
Zisk za běžné období	1,23	3,03	1,45	4,40	8,48
Ostatní úplný výsledek	1,23	3,03	1,45	4,40	8,48

Příloha č. 15

Vertikální analýza aktiv rozšířeném rozsahu 2011-2015

Aktiva celkem	100%	100%	100%	100%	100%
Dlouhodobý majetek	72,22%	75,64%	75,19%	62,24%	53,40%
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,55%	0,44%	0,53%	0,31%	0,19%
Software	0,26%	0,19%	0,10%	0,03%	0,02%
Ocenitelná práva	0,29%	0,26%	0,43%	0,28%	0,17%
Nedokončený nehmotný majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dlouhodobý hmotný majetek	71,66%	75,20%	74,66%	61,93%	53,21%
Pozemky	1,43%	1,55%	1,58%	1,28%	1,07%
Stavby	15,25%	15,32%	15,66%	12,96%	11,90%
Stroje a dopravní prostředky	17,59%	18,21%	15,74%	12,67%	13,24%
Nedokončený hmotný majetek	1,00%	0,54%	1,97%	3,11%	0,03%
Podíly v ovládaných podnicích	33,22%	35,92%	36,72%	31,28%	25,86%
Pohledávky z obch. styku a ostatní aktiva	3,18%	3,66%	2,98%	0,63%	0,80%
Odložená daňová pohledávka	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,31%
Krátkodobá aktiva	27,78%	24,36%	24,81%	37,76%	46,60%
Aktiva určená k prodeji	0,93%	0,72%	0,00%	0,83%	0,00%
Zásoby	7,04%	8,12%	7,33%	10,95%	11,24%
Materiál	2,55%	2,42%	2,30%	3,55%	3,53%
Výrobky	4,41%	5,53%	5,01%	7,82%	7,03%
Zboží	0,04%	0,11%	0,01%	0,01%	0,68%
Nedokončená výroba	0,04%	0,06%	0,00%	0,00%	0,00%
Stavební smlouvy	0,14%	0,05%	0,07%	0,11%	0,45%
Krátkodobé pohledávky	18,73%	13,77%	15,77%	24,24%	24,26%
Krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů	18,29%	12,83%	14,95%	22,78%	23,13%
Krátkodobě poskytnuté zálohy	0,04%	0,32%	0,13%	0,19%	0,07%
Daňové pohledávky	0,20%	0,30%	0,32%	1,13%	0,63%
Jiné krátkodobé pohledávky	0,02%	0,02%	0,01%	0,02%	0,02%
Ostatní aktiva-náklady příštích období	0,19%	0,29%	0,35%	0,13%	0,41%
Finanční majetek	0,95%	1,71%	1,65%	1,63%	10,64%
Hotovost	0,03%	0,05%	0,04%	0,05%	0,04%
Účty v bankách	0,92%	1,66%	1,61%	1,58%	10,59%

Příloha č. 16

Vertikální analýza pasiv rozšířeném rozsahu 2011-2015

Pasiva celkem	100%	100%	100%	100%	100%
Vlastní kapitál	83,39%	87,57%	89,11%	78,98%	78,03%
Základní kapitál	37,12%	40,13%	41,03%	34,81%	28,90%
Fondy ze zisku	5,88%	6,41%	6,65%	0,00%	0,00%
Zákonný rezervní fond	5,88%	6,41%	6,65%	0,00%	0,00%
Hospodářský výsledek minulých let	40,38%	41,03%	41,43%	44,18%	49,13%
Nerozdělený zisk	40,38%	41,03%	41,43%	44,18%	49,13%
Dlouhodobé závazky	1,53%	1,12%	1,13%	1,09%	4,43%
Rezervy	0,43%	0,48%	0,45%	0,21%	1,97%
Rezerva na záruční opravy	0,19%	0,20%	0,15%	0,15%	1,97%
Ostatní dlouhodobé rezervy	0,25%	0,28%	0,31%	0,06%	0,00%
Dlouhodobé závazky	0,06%	0,04%	0,04%	0,08%	0,04%
Bankovní úvěry	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,42%
Odložený daňový závazek	1,04%	0,60%	0,64%	0,81%	0,00%
Krátkodobé závazky	15,08%	11,30%	9,76%	19,93%	17,54%
Závazky z obchodního styku	7,62%	4,68%	5,44%	15,65%	12,24%
krátkodobé závazky z obchod. vztahů	7,02%	3,85%	5,01%	14,56%	9,14%
Dohadné účty pasivní	0,60%	0,82%	0,42%	1,09%	3,10%
Jiné krátkodobé závazky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ostatní závazky	1,44%	1,19%	1,79%	2,38%	1,73%
Závazky k zaměstnancům	0,45%	0,48%	0,53%	0,64%	0,68%
Závazky ze sociálního zabezpečení	0,23%	0,25%	0,31%	0,36%	0,35%
Závazky z titulu dividend	0,09%	0,11%	0,06%	0,05%	0,04%
Závazky z titulu derivátů	0,06%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Jiné závazky	0,03%	0,05%	0,03%	0,05%	0,08%
Dohadné účty pasivní -mzdy	0,58%	0,30%	0,86%	1,29%	0,59%
Stavební smlouvy	0,01%	0,00%	0,06%	0,17%	0,04%
Daňové závazky	0,05%	0,05%	0,07%	1,51%	2,07%
Krátkodobé rezervy	0,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Závazky související s majetkem určeným k prodeji	0,00%	0,00%	0,00%	0,22%	0,00%
Bankovní úvěry a výpomoci	5,91%	5,38%	2,41%	0,00%	1,45%

Příloha č. 17

Bodové hodnocení Tamariho modelů

R1 vlastní kapitál/cizí zdroje	
0,5 a více	25 bodů
0,4 až 0,5	20 bodů
0,3 až 0,4	15 bodů
0,2 až 0,3	10 bodů
0,1 až 0,2	5 bodů
0,1 a méně	0 bodů

R3 čistý zisk/vlastní jmění	
Posl. 5let kladné R2 a R3 >HK	25 bodů
Posl. 5let kladné R2 a R3 >Md	20 bodů
Posl. 5let kladné R2	15 bodů
R3>HK	10 bodů
R3 >Md	5 bodů
Jinak	0 bodů

R4 pohotová likvidita	
2 a více	20 bodů
1,5 až 2	15 bodů
1,1 až 1,5	10 bodů
0,5 až 1,1	5 bodů
0,5 a méně	0 bodů

R5 výrobní spotřeba/průměrný stav rozpracované výroby	
HK a více	10 bodů
Md až HK	6 bodů
DK až Md	3 bodů
Dk a méně	0 bodů

R6 tržby/průměrný stav pohledávek	
HK a více	10 bodů
Md až HK	6 bodů
DK až Md	3 bodů
Dk a méně	0 bodů

R7 výrobní spotřeba/pracovní kapitál	
HK a více	10 bodů
Md až HK	6 bodů
DK až Md	3 bodů
Dk a méně	0 bodů

Příloha č. 18

Kralickuv Quick-test

R1 vlastní kapitál/aktiva celkem	
0,3 a více	4 body
0,2 až 0,3	3 body
0,1 až 0,2	2 body
0,0 až 0,1	1 bod
0,0 a méně	0 bodů

R2 (dluhy celkem-peněžní prostředky)/provozní CF	
3 a méně	4 body
3 až 5	3 body
5 až 12	2 body
12 až 30	1 bod
30 a více	0 bodů

R3 zisk před daněmi a úroky/aktiva	
0,15 a více	4 body
0,12 až 0,15	3 body
0,08 až 0,12	2 body
0,00 až 0,8	1 bod
0,0 a méně	0 bodů

R4 provozní cash flow/provozní výnosy	
0,1 a více	4 body
0,08 až 0,1	3 body
0,05 až 0,08	2 body
0,00 až 0,05	1 bod
0,0 a méně	0 bodů

Příloha č. 19
Indexy IN

Index95							
	Ukazatel	Váha	2011	2012	2013	2014	2015
X1	A/CZ	0,24	6,02089268	8,0481979	9,18083218	4,7575685	4,551979898
X2	EBIT/úroky	0,11	1,967812729	10,884597	12,7480916	101,74894	84,15937829
X3	EBIT/A	7,61	0,003349258	0,015362	0,0091923	0,0560637	0,154832053
X4	Výnosy/A	0,48	0,701854418	0,621529	0,56186777	0,863098	1,343957765
X5	OA/(KZ+KBU)	0,1	1,842552225	2,1556814	2,54231325	1,8949846	2,656889024
X6	ZPL/výnosy	11,92	0,000913601	0,0006855	0,00074087	0,0008731	0,000270102
IN95			2,1972167	3,751509	4,19074	13,35422	12,435848

Index99							
	Ukazatel	Váha	2011	2012	2013	2014	2015
X1	A/CZ	-0,017	6,02089268	8,0481979	9,18083218	4,7575685	4,551979898
X2	EBIT/A	4,573	0,003349258	0,015362	0,0091923	0,0560637	0,154832053
X3	Výnosy/A	0,481	0,701854418	0,621529	0,56186777	0,863098	1,343957765
X4	OA/(KZ+KBU)	0,015	1,842552225	2,1556814	2,54231325	1,8949846	2,656889024
IN99			0,278	0,265	0,194	0,619	1,317

Index01							
	Ukazatel	Váha	2011	2012	2013	2014	2015
X1	A/CZ	0,13	6,02089268	8,0481979	9,18083218	4,7575685	4,551979898
X2	EBIT/úroky	0,04	1,967812729	10,884597	12,7480916	101,74894	84,15937829
X3	EBIT/A	3,92	0,003349258	0,015362	0,0091923	0,0560637	0,154832053
X4	Výnosy/A	0,21	0,701854418	0,621529	0,56186777	0,863098	1,343957765
X5	OA/(KZ+KBU)	0,09	1,842552225	2,1556814	2,54231325	1,8949846	2,656889024
IN01			1,18778	1,86640	2,08627	5,26001	5,08643

Index05							
	Ukazatel	Váha	2011	2012	2013	2014	2015
X1	A/CZ	0,13	6,02089268	8,0481979	9,18083218	4,7575685	4,551979898
X2	EBIT/úroky	0,04	1,967812729	10,884597	12,7480916	101,74894	84,15937829
X3	EBIT/A	3,97	0,003349258	0,015362	0,0091923	0,0560637	0,154832053
X4	Výnosy/A	0,21	0,701854418	0,621529	0,56186777	0,863098	1,343957765
X5	OA/(KZ+KBU)	0,09	1,842552225	2,1556814	2,54231325	1,8949846	2,656889024
IN05			1,1879442	1,867169	2,0867257	5,262814	5,0941669

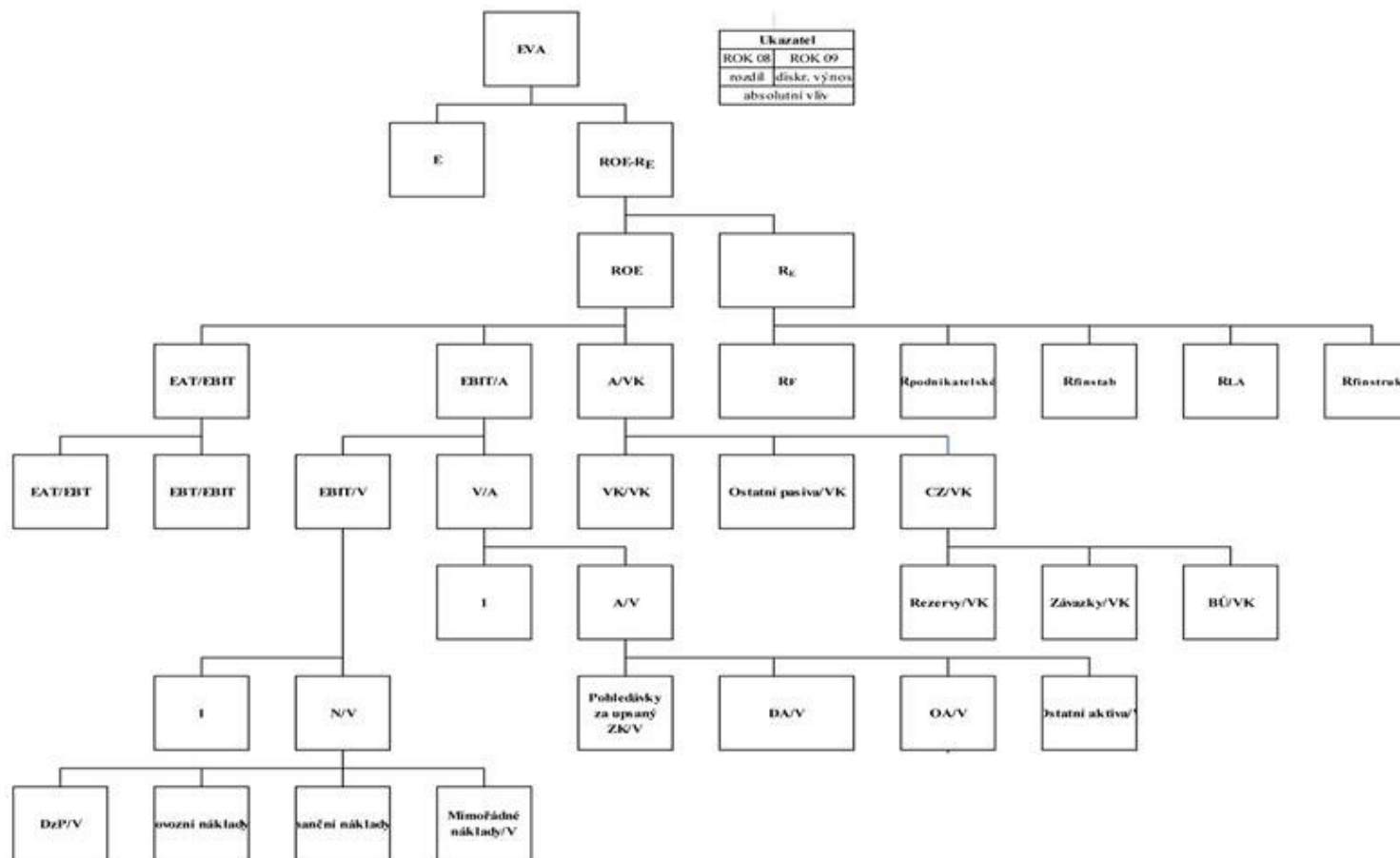
Příloha č. 20

Přirážky k výpočtu nákladů na vlastní kapitál

ÚZ	1 434 534	1 381 196	1 330 083	1 353 138	1 690 045
R_{LA}	1,457%	1,558%	1,658%	1,612%	1,020%
UM	0,0323	0,0204	0,0157	0	0,0186
X1	2,885%	1,896%	1,437%	0,000%	1,524%
ROA	0,335%	1,536%	0,919%	5,606%	15,483%
R_{podnikatelské}	2,810%	0,361%	1,298%	2,680%	2,730%
L3(firma)	1,84255223	2,15568142	2,54231325	1,89498456	3,08283635
XL2(odvětví)	1,74	2,78	1,5	1,45	1,24
XL1(odvětví)	0,44	1,01	0,4	0,45	0,34
R_{finstab}	0%	1,24%	0%	0%	0%

Příloha č. 21

Schéma pyramidového rozkladu EVA



Pyramidový rozklad ukazatele EVA Funkcionální metoda v období 2011-2012

1

Příloha č. 23

Pyramidový rozklad ukazatele EVA Integrální metoda v období 2012-2013

2012-2013				EVA	
				-44901,57	-56879,22
				-11977,65	0,2667534
				-11977,65	
				VK	
				1 301 196	1 295 083
				-6 113	-0,004698
				239,71298	
				ROE - R _E	
				-0,0345	-0,0439
				-0,0094	0,2727
				-12217,36	
				ROE	
				0,0219	0,0092
				-0,0126	-0,577685
				-9736,071	
				R _E	
				0,0564	0,0532
				-0,0032	-0,057102
				-2481,288	
				EAT/EBIT	
				1,246396	0,8951
				-0,351337	-0,281882
				-3766,81	
				EBIT/A	
				0,0154	0,0092
				-0,0062	-0,4016
				-5767,4772	
				A/VK	
				1,1418802	1,122237
				-0,019643	-0,017
				-201,7839	
				R _E	
				0,0231	0,0226
				-0,0005	-0,0216
				-350,4497	
				R _{podnikatelské}	
				0,0036	0,0130
				0,0094	2,5973
				6566,7098	
				R _{fin. Stab}	
				0,0124	0,0000
				-0,0124	-1,0000
				-8720,105	
				R _{fin. Struk}	
				0,0022	0,0012
				-0,0010	-0,4390
				-677,9107	
				R _{JA}	
				0,0156	0,0166
				0,0010	0,0641
				700,4677	
				EAT/EBT	
				1,3725	0,9712
				-0,4012	-0,2923
				-3935,543	
				EBT/EBIT	
				0,9081	0,9216
				0,0134	0,0148
				168,733	
				EBIT/T	
				0,0269	0,0173
				-0,0096	-0,3569
				-4947,13353	
				T/A	
				0,5714	0,5317
				-0,0397	-0,0695
				-820,34364	
				VK/VK	
				1	1
				0	0
				0	
				Ost. Pohledávky / VK	
				0,0002651	0,000156
				-0,000109	-0,411729
				-1,115201	
				CZ / VK	
				0,1419	0,1222
				-0,0196	-0,1384
				-200,6687	
				Nákl. Úroky/T	
				0,0025	0,0014
				-0,0011	-0,450911
				-191,9793	
				DzP/T	
				0,009094	-0,000458
				-0,009553	-1,050374
				-1646,582	
				EAT/T	
				0,03351	0,01548
				-0,01803	-0,53818
				-3108,5724	
				N. včetně daně/T	
				1,0826	1,0279
				-0,0547	-0,0505
				-3108,5724	
				Pohl. Za usp. ZK/ T	
				0	0
				0	0
				0	
				Stála aktiva / T	
				1,3238	1,4142
				0,0905	0,0683
				-567,4726	
				OA/T	
				0,4213	0,4600
				0,0388	0,0920
				-243,2096	
				OSA/T	
				0,0051	0,0066
				0,0015	0,3042
				-9,661453	
				Bank / VK	
				0,1363715	0,0900962
				-0,046275	-0,339333
				-114,4651	
				Rezervy / VK	
				0,0055	0,0051
				-0,0004	-0,0714
				-0,972795	
				Závazky / VK	
				0,1363715	0,0900962
				-0,046275	-0,339333
				-114,4651	
				Bank / VK	
				0,0615	0,0270
				-0,0345	-0,560435
				-85,23075	
				Daň z příjmů / T	
				0,0091	-0,0005
				-0,0096	-1,0504
				-478,4296	
				N provozní / T	
				1,0638	1,0261
				-0,0377	-0,0354
				-1887,211	
				N finanční / T	
				0,0162	0,0014
				-0,0148	-0,9162
				-742,931656	
				N mimořádné / T	
				0,0000	0,0000
				0,0000	0,0000
				0	

Příloha č. 25

Pyramidový rozklad ukazatele EVA Integrální metoda v období 2014-2015

2014-2015				EVA	
				-13397,46	184935,61
				198333,07	-14,80378
				198333,07	
				VK	
				1 353 138	1 610 045
				256 907	0,18986016
				13482,8127	
				ROE - R _E	
				-0,0099	0,1149
				0,1248	-12,60118
				184850,26	
				ROE	
				0,0488	0,1596
				0,1107	2,2682
				211651,49	
				R _E	
				0,0587246	0,0447015
				-0,014023	-0,238794
				-26801,23	
				EAT/EBIT	
				0,6878117	0,8041688
				0,1163571	0,16917
				29899,442	
				EBIT/A	
				0,0561	0,1548
				0,0988	1,7617
				179408,039	
				A/VK	
				1,2661295	1,2815331
				0,0154036	0,0121659
				2344,0065	
				R _E	
				0,0158	0,0058
				0,3671	23,2335
				-27074,43	
				R _{podnikatelské}	
				0,0268	0,0273
				0,0005	0,0187
				-36,87724	
				R _{fin. stab}	
				0,0000	0,0000
				0,0000	0,0000
				0	
				R _{fin. struk}	
				0,0000	0,0017
				0,0017	0,0000
				-126,7427	
				R _{LA}	
				0,0161	0,0102
				-0,0059	-0,3673
				436,8143	
				EAT/EBT	
				0,6946387	0,813839
				0,1192003	0,1716005
				30297,551	
				EBT/EBIT	
				0,9901719	0,9881178
				-0,002054	-0,002074
				-398,1087	
				EBIT/T	
				0,0659	0,1156
				0,0497	0,7547
				98911,6762	
				T/A	
				0,8510	1,3394
				0,4884	0,5739
				80496,3631	
				VK/VK	
				1,0000	1,0000
				0,0000	0,0000
				0	
				Ost. Pohledávky / VK	
				408	389
				-19	-0,046569
				2345,9084	
				CZ / VK	
				0,2661295	0,2815331
				0,0154036	0,05788
				-1,901862	
				Nákl. Úroky / T	
				0,0006475	0,0013736
				0,0007261	1,1214556
				1527,1264	
				DzP/T	
				-0,019919	-0,021264
				-0,001345	0,0675282
				-2828,997	
				EAT/T	
				0,0453	0,0930
				0,0476	1,0516
				100213,547	
				N. včetně daně/T	
				1,00795755	0,91844485
				-0,0895127	-0,08880602
				100213,547	
				Pohl. Za usp. ZK/ T	
				0,0000	0,0000
				0,0000	0,0000
				0	
				Stála aktiva / T	
				0,7313177	0,3987028
				-0,332615	-0,454816
				-59677,31	
				OA/T	
				0,4422498	0,3448153
				0,7796844	1,7629955
				139889,88	
				OSA/T	
				0,001511	0,0030927
				0,0015817	1,0468167
				283,7914	
				Daň z příjmů / T	
				-0,01992	-0,02126
				-0,00135	0,06753
				1304,9098	
				N. vč. daně / T	
				0,9873908	0,8944438
				-0,092947	-0,094134
				90169,078	
				N finanční / T	
				0,01044	0,00143
				-0,00901	-0,86265035
				8739,55879	
				N mimořádné / T	
				0,0000	0,0000
				0,0000	0,0000
				0,0000	

Příloha č. 26

Pyramidový rozklad ukazatele EVA Integrální metoda v období 2011-2012

2011-2012		EVA	
		-86875,5 -44901,6	
		41973,94 -0,48315	
		41973,94	
		VK	
		1 339 534 1 301 196	
		-38 338 -0,0286	
		2419,352	
		ROE - R _e	
		-0,0649 -0,0345	
		0,0303 -0,4679	
		39554,59	
		ROE	
		0,0105 0,0219	
		0,0114 1,0887	
		-59661,7	
		R _e	
		0,0753 0,0564	
		-0,0190 -0,2516	
		99216,26	
		EAT/EBIT	
		2,6063 1,2464	
		-1,3599 -0,5218	
		10317,81	
		EBIT/A	
		0,0033 0,0154	
		0,0120 3,5867	
		-70924,2	
		A/VK	
		1,199168 1,14188	
		-0,05729 -0,04777	
		944,6721	
		R _e	
		0,0390 0,0231	
		-0,0159 -0,4077	
		81699,53	
		R _{podnikatelské}	
		0,0281 0,0036	
		-0,0245 -0,8716	
		125852,5	
		R _{fin. Stab}	
		0,0000 0,0124	
		0,0124 0,0000	
		-63927,6	
		R _{fin. Struk}	
		-0,0054 0,0022	
		0,0076 -1,4058	
		-39219,7	
		R _{LA}	
		0,0146 0,0156	
		0,0010 0,0693	
		-5188,51	
		EAT/EBT	
		5,2993 1,3725	
		-3,9268 -0,7410	
		-72504	
		EBT/EBIT	
		0,4918 0,9081	
		0,4163 0,8465	
		82821,79	
		EBIT/T	
		0,0051 0,0269	
		0,0218 4,2476	
		-73091,4	
		T/A	
		0,65373 0,571393	
		-0,08234 -0,12595	
		2167,278	
		VK/K	
		1,0000 1,0000	
		0,0000 0,0000	
		0	
		Ost. Pohledávky / VK	
		0,000219 0,000265	
		4,57E-05 0,208044	
		-0,75356	
		CZ / VK	
		0,199168 0,14188	
		-0,05729 -0,28763	
		945,4256	
		Nákl. Úroky / T	
		0,002604 0,00247	
		-0,00013 -0,05129	
		533,8162	
		DzP / T	
		0,010833 0,009094	
		-0,00174 -0,16051	
		6950,881	
		EAT / T	
		0,013353 0,03351	
		0,020157 1,509519	
		-80576,1	
		1	
		N. včetně daně / T	
		1,05996 1,08261	
		0,02266 0,021376	
		-80576,1	
		A / T	
		1,52968 1,75011	
		0,22042 0,14410	
		2167,278	
		Pohl. Za usp. ZK / T	
		0 0	
		0 0	
		0	
		Stála aktiva / T	
		1,104675 1,323769	
		0,219093 0,198333	
		2154,2	
		Rezervy / VK	
		0,0056 0,0055	
		-0,0001 -0,0190	
		1,510503	
		Závazky / VK	
		0,193552 0,136371	
		-0,05718 -0,29543	
		810,1858	
		Bank / VK	
		0,07092 0,061482	
		-0,00944 -0,13308	
		133,7293	
		Daň z příjmů / T	
		0,010833 0,009094	
		-0,00174 -0,16051	
		5482,385	
		Nprovozní / T	
		1,049161 1,063754	
		0,014593 0,013909	
		-46011,6	
		N finanční / T	
		0,006157 0,018858	
		0,012701 2,063065	
		-40046,9	
		N mimořádné / T	
		0,0000 0,0000	
		0,0000 0,0000	
		0	

Příloha č. 27

Pyramidový rozklad ukazatele EVA Integrální metoda v období 2012-2013

2012-2013		EVA	
		-44901,6 -56879,2	
		-11977,6 0,266753	
		-11977,6	
		VK	ROE - R _E
		1 301 196 1 295 083	-0,0345 -0,0439
		-6 113 -0,0047	-0,0094 0,272733
		209,9385	-12187,6
		ROE	R _E
		0,0219 0,0092	0,0564 0,0532
		-0,0126 -0,57768	-0,0032 -0,0571
		-9712,34	-2475,24
		EAT/EBIT	EBIT/A
		1,246396 0,89506	0,0154 0,0092
		-0,35134 -0,28188	-0,0062 -0,40162
		-3907,11	-5566,79
		A/VK	R _E
		1,14188 1,122237	0,0231 0,0226
		-0,01964 -0,017	-0,0005 -0,0216
		-238,442	-349,596
		R _{fin} Stab	R _{fin} Struk
		0,0036 0,0130	0,0022 0,0012
		0,0094 2,5973	-0,0010 -0,4390
		6550,706	-676,259
		R _{LA}	
		0,0156 0,0166	0,0010 0,0641
		698,7607	
		EAT/EBT	EBT/EBIT
		1,372491 0,9712	0,908127 0,921557
		-0,40124 -0,29235	0,01343 0,014788
		-4082,13	175,0179
		EBIT/T	T/A
		0,0269 0,0173	0,5714 0,5317
		-0,0096 -0,3569	-0,0397 -0,0695
		-4659,09	-907,7
		Nákl. Úroky/T	DzP/T
		0,0025 0,0014	0,009094 -0,00046
		-0,0011 -0,45091	-0,00955 -1,05037
		-180,801	-1550,71
		EAT/T	N. včetně daně/T
		0,03351 0,015475	1,082613 1,027887
		-0,01803 -0,53818	-0,05473 -0,05055
		-2927,58	-2927,58
		1	
		A/V	Rezervy / VK
		1,14188 1,122237	0,005509 0,005116
		-0,01964 -0,0172	-0,00039 -0,07139
		-907,7	-1,14952
		Pohl. Za usp. ZK/ T	Stála aktiva /T
		0 0	1,323769 1,414239
		0 0	0,09047 0,068343
		0	-627,901
		Závazky / VK	OA/T
		0,136371 0,090096	0,421275 0,4600
		-0,04628 -0,33933	0,0388 0,0920
		-135,26	-269,108
		Bank / VK	OSA/T
		0,0615 0,0270	0,0051 0,0066
		-0,0345 -0,56043	0,0015 0,304183
		-100,715	-10,6903
		Daň z příjmů /T	N provozní /T
		0,00909 -0,00046	1,06375 1,02607
		-0,00955 -1,05037	-0,03768 -0,03542
		-450,573	-1777,33
		N finanční / T	N mimořádné /T
		0,01619 0,00136	0,0000 0,0000
		-0,01483 -0,91623	0,0000 0,0000
		-699,675	0

Příloha č. 28

Pyramidový rozklad ukazatele EVA Integrální metoda v období 2013-2014

2013-2014		EVA	
		-56879,2 -13397,5	
		43481,75 -0,76446	
		43481,75	
		VK	
		1295 083 1 353 138	
		58 055 0,044827	
		-2671,06	
		ROE - R _E	
		-0,0439 -0,0099	
		0,0340 -0,77456	
		46152,81	
		ROE	
		0,0092 0,0488	
		0,0396 4,2877	
		40458,73	
		R _E	
		0,0532 0,0587	
		0,0056 0,1048	
		5694,077	
		EAT/EBIT	
		0,89506 0,687812	
		-0,20725 -0,23155	
		-1875,25	
		EBIT/A	
		0,0092 0,0561	
		0,0469 5,098982	
		41295,56	
		A/VK	
		1,122237 1,26613	
		0,143893 0,128219	
		1038,422	
		R _E	
		0,0226 0,0158	
		-0,0068 -0,3009	
		-7260,13	
		R _{podnikatelské}	
		0,0130 0,0268	
		0,0138 1,0653	
		14759,29	
		R _{fin. Stab}	
		0,0000 0,0000	
		0,0000 0,0000	
		0	
		R _{fin. Struk}	
		0,0012 0,0000	
		-0,0012 -1,0000	
		-1319,69	
		R _{JA}	
		0,0166 0,0161	
		-0,0005 -0,0274	
		-485,39	
		EAT/EBT	
		0,971248 0,694639	
		-0,27661 -0,2848	
		-2539,04	
		EBT/EBIT	
		0,921557 0,990172	
		0,068615 0,074456	
		663,7881	
		EBIT/T	
		0,0173 0,0659	
		0,0486 2,8103	
		34023,63	
		T/A	
		0,5317 0,8510	
		0,3193 0,6007	
		7271,931	
		VK/VK	
		1,000 1,000	
		0,000 0,000	
		0,000	
		Ost. Pohledávky / VK	
		0,000156 0,000302	
		0,000146 0,933144	
		1,049298	
		CZ / VK	
		0,122237 0,26613	
		0,143893 1,177161	
		1037,372	
		Nákl. Úroky/T	
		0,0014 0,0006	
		-0,0007 -0,5226	
		-2494,58	
		DzP/T	
		-0,00046 -0,01992	
		-0,01946 42,47986	
		-68493	
		EAT/T	
		0,0155 0,0453	
		0,0298 1,9280	
		105011,2	
		N. včetně daně/T	
		1,027887 1,901855	
		0,873967 0,850256	
		105011,2	
		A/T	
		1,8809 1,1751	
		-0,7058 -0,37525	
		7271,931	
		Rezervy / VK	
		0,005116 0,002664	
		-0,00245 -0,4792	
		-17,6725	
		Závazky / VK	
		0,090096 0,263465	
		0,173369 1,924269	
		1249,88	
		Bank / VK	
		0,027025 0,0000	
		-0,02703 -1,0000	
		-194,835	
		Pohl. Za usp. ZK/T	
		0,0000 0,0000	
		0,0000 0,0000	
		0	
		Stála aktiva/T	
		1,414239 0,731318	
		-0,68292 -0,48289	
		7036,072	
		OA/T	
		0,4600 0,4422	
		-0,0178 -0,0387	
		183,3856	
		OSA/T	
		0,006604 0,001511	
		-0,00509 -0,7712	
		52,47284	
		Daň z příjmů/T	
		-0,00046 -0,01992	
		-0,01946 42,47986	
		34724,93	
		Nprovozní/T	
		1,02607 0,98739	
		-0,03868 -0,03770	
		69021,59	
		N finanční/T	
		0,001356 0,000647	
		-0,000709 -0,52261	
		1264,713	
		N mimořádné/T	
		0,0000 0,0000	
		0,0000 0,0000	
		0	

Příloha č. 29

Pyramidový rozklad ukazatele EVA Integrální metoda v období 2014-2015

2014-2015		EVA	
		-13397,5 184935,6	
		198333,1 -14,8038	
		198333,1	
		VK	
		1 353 138 1 610 045	
		256 907 0,18986	
		-3033,97	
		ROE - R _E	
		-0,0099 0,1149	
		0,1248 -12,6012	
		201367	
		ROE	
		0,0488 0,1596	
		0,1107 2,2682	
		230563	
		R _E	
		0,058725 0,044701	
		-0,01402 -0,23879	
		-29196	
		EAT/EBIT	
		0,687812 0,804169	
		0,116357 0,16917	
		20073,74	
		EBIT/A	
		0,0561 0,1548	
		0,0988 1,7617	
		209045,7	
		A/VK	
		1,26613 1,281533	
		0,015404 0,012166	
		1443,605	
		R _E	
		0,0158 0,0058	
		0,3671 23,2335	
		-29493,6	
		R _{podnikatelské}	
		0,0268 0,0273	
		0,0005 0,0187	
		-40,1723	
		R _{fin. Stab.}	
		0,0000 0,0000	
		0,0000 0,0000	
		0	
		R _{fin. Struk.}	
		0,0000 0,0017	
		0,0017 0,0000	
		-138,067	
		R _{IA}	
		0,0161 0,0102	
		-0,0059 -0,3673	
		475,8446	
		EAT/EBT	
		0,694639 0,813839	
		0,1192 0,1716	
		20319,39	
		EBT/EBIT	
		0,990172 0,988118	
		-0,00205 -0,00207	
		-245,643	
		EBIT/T	
		0,0659 0,1156	
		0,0497 0,7547	
		115251,6	
		T/A	
		0,8510 1,3394	
		0,4884 0,5739	
		90296,57	
		VK/VK	
		1,0000 1,0000	
		0,0000 0,0000	
		0	
		Ost. Pohledávky / VK	
		408 389	
		-19 -0,04657	
		1444,777	
		CZ / VK	
		0,26613 0,281533	
		0,015404 0,05788	
		-1,1713	
		Rezervy / VK	
		0,002664 0,025249	
		0,022585 8,477215	
		-1,71737	
		Závazky / VK	
		0,263465 0,206596	
		-0,05687 -0,21585	
		4,32439	
		Bank / VK	
		0 0,049688	
		0,049688 0	
		-3,77832	
		Pohl. Za usp. ZK / T	
		0,0000 0,0000	
		0,0000 0,0000	
		0	
		Stála aktiva / T	
		0,731318 0,398703	
		-0,33261 -0,45482	
		-66942,9	
		OA/T	
		0,44225 0,344815	
		0,779684 1,762996	
		156921,1	
		OSA/T	
		0,001511 0,003093	
		0,001582 1,046817	
		318,3422	
		Nákl. Úroky / T	
		0,000647 0,001374	
		0,000726 1,121456	
		1779,403	
		DzP/T	
		-0,01992 -0,02126	
		-0,00135 0,067528	
		-3296,34	
		EAT/T	
		0,0453 0,0930	
		0,0476 1,0516	
		116768,5	
		N. včetně daně/T	
		1,007958 0,918445	
		-0,08951 -0,08881	
		116768,5	
		Daň z příjmů / T	
		-0,01992 -0,02126	
		-0,00135 0,06753	
		1520,477	
		Nprovozní / T	
		0,987391 0,894444	
		-0,09295 -0,09413	
		105064,7	
		N finanční / T	
		0,01044 0,00143	
		-0,00901 -0,86265	
		10183,31	
		N mimořádné / T	
		0,0000 0,0000	
		0,0000 0,0000	
		0,0000	

Příloha č. 30

Pořadí vlivů funkcionální metodou

Položka	2011-2012		2012-2013		2013-2014		2014-2015	
	vliv	pořadí vlivu	vliv	pořadí vlivu	vliv	pořadí vlivu	vliv	pořadí vlivu
EVA	41973,9433		-11977,6458		43481,7537		198333,068	
ROE-R _E	40069,255	1	-12217,3587	2	45044,0251	1	184850,255	1
VK	1904,68835	2	239,712983	1	-1562,27137	2	13482,8127	2
R _F	82762,5616	3.	-2481,28791	19	-7085,71174	20	-27074,4272	20
R _{LA}	-5256,025	16.	700,467747	2	-473,72929	16	436,814312	7
Rpodnikatelské	127490,026	2.	6566,70984	1	14404,7097	2	-36,877237	16
R _f instab	-64759,396	18.	-8720,1051	21	0	13	0	13
R _f instruk	-39729,956	17.	-677,910659	16	-1287,98732	18	-126,742686	17
EAT/EBT	158802,562	1.	-3935,54282	20	-10423,3558	21	30297,5511	3
EBT/EBIT	-80234,17	19.	168,73303	3	2253,09532	5	-398,108707	18
VK/VK	0	13.	0	6	0	12	0	12
Ost.P/VK	-4,0378933	14.	-1,11520142	8	3,62744964	9	2345,90837	5
Nákl.úroky/T	1167,60813	7.	-191,979314	12	-191,979314	15	-2315,55119	19
Rezervy/VK	8,09394234	10.	-0,97279452	7	-0,97279452	14	-2,78852029	14
Závazky/VK	4341,33422	6.	-114,465116	11	4320,86525	4	7,02158503	9
Bank./VK	716,580952	8.	-85,2307527	10	-673,548993	17	-6,13492723	15
Pohled.z.u.ZK/T	0	12.	0	5	0	11	0	11
Stála aktiva/T	15708,118	4.	-567,472636	15	12080,3204	3	-59677,3063	21
OA/T	-61,906813	15.	-243,20955	13	314,857047	7	139889,878	1
OSA/T	157,266303	9.	-9,66145272	9	90,091273	8	90,091273	8
DzP/T	11991,5393	5.	-478,429615	14	32232,8581	1	1304,9098	6
Nprovozní/T	-100640,49	21	-1887,21113	18	-1887,21113	19	90169,0784	2
Nfinanční/T	-87594,014	20.	-742,931656	17	1173,94953	6	8739,55879	4
Nmimořádné/T	0	11.	0	4	0	10	0,0000	10

Příloha č. 31

Pořadí vlivů integrální metodou

Položka	2011-2012		2012-2013		2013-2014		2014-2015	
	vliv	pořadí vlivu	vliv	pořadí vlivu	vliv	pořadí vlivu	vliv	pořadí vlivu
EVA	41973,94		-11977,65		43481,75		43481,75	
ROE-R _E	39554,59	1	-12187,58	2	46152,81	1	201367,04	1
VK	2419,35	2	209,94	1	-2671,06	2	-3033,97	2
R _F	81699,53	3	-2475,24	19	-7260,13	21	-29493,59	20
R _{LA}	-5188,51	16	698,76	2	-485,39	17	475,84	7
R _{podnikatelské}	125852,50	1	6550,71	1	14759,29	2	-40,17	16
R _{finstab}	-63927,60	20	-8698,85	21	0,00	13	0,00	13
R _{finstruk}	-39219,65	17	-676,26	16	-1319,69	18	-138,07	17
EAT/EBT	-72503,98	21	-4082,13	20	-2539,04	20	20319,39	3
EBT/EBIT	82821,79	2	175,02	3	663,79	6	-245,64	18
VK/VK	0,00	13	0,00	6	0,00	12	0,00	12
Ost.P/VK	-0,75	14	-1,32	8	1,05	9	1444,78	6
Nákl.úroky/T	533,82	7	-180,80	12	-180,80	15	-2494,58	19
Rezervy/VK	1,51	10	-1,15	7	-1,15	14	-1,72	14
Závazky/VK	810,19	6	-135,26	11	1249,88	5	4,32	9
Bank./VK	133,73	8	-100,71	10	-194,83	16	-3,78	15
Pohled.z.u.ZK/T	0,00	12	0,00	5	0,00	11	0,00	11
Stála aktiva/T	2154,20	5	-627,90	15	7036,07	3	-66942,85	21
OA/T	-8,49	15	-269,11	13	183,39	7	156921,09	1
OSA/T	21,57	9	-10,69	9	52,47	8	52,47	8
DzP/T	5482,39	4	-450,57	14	34724,93	1	1520,48	5
N _{provozní} /T	-46011,60	19	-1777,33	18	-1777,33	19	105064,72	2
N _{finanční} /T	-40046,91	18	-699,67	17	1264,71	4	10183,31	4
N _{mimořádné} /T	0,00	11	0,00	4	0,00	10	0,00	10

Příloha č. 32

Analýza citlivosti vlivů EVA pro rok 2015

ΔEVA při změně faktoru o parametr α	Změna EVA při změně faktoru o paramter za období 2015						
Paramter alfa	-7,50%	-5,00%	-2,50%	0,00%	2,50%	5,00%	7,50%
RE	190333	188534	186735	184936	183136	181337	179538
VK	171065	175689	180312	184936	189559	194182	198806
R _{podnikatelské}	187719	186620	185521	184936	183323	182224	181125
R _f	185122	184889	184655	184936	184189	183955	183722
EAT/EBT	165668	172090	178513	184936	191358	197781	204204
N _{provozní} /T	311566	261871	212176	184936	112786	63091	13395

RE							
α	-7,50%	-5,00%	-2,50%	0,00%	2,50%	5,00%	7,50%
2014-2015	0,041349	0,042466	0,043584	0,0447	0,045819016	0,04693655	0,04805409
VK							
α	-7,50%	-5,00%	-2,50%	0,00%	2,50%	5,00%	7,50%
2014-2015	1489292	1529543	1569794	1 610 045	1650296,125	1690547,25	1730798,38
R podnikatelské							
α	-7,50%	-5,00%	-2,50%	0,00%	2,50%	5,00%	7,50%
2014-2015	0,025253	0,025935	0,026618	0,0273	0,0279825	0,028665	0,0293475
R_f							
α	-7,50%	-5,00%	-2,50%	0,00%	2,50%	5,00%	7,50%
2014-2015	0,005365	0,00551	0,005655	0,0058	0,005945	0,00609	0,006235
EAT/EBT							
α	-7,50%	-5,00%	-2,50%	0,00%	2,50%	5,00%	7,50%
2014-2015	0,752801	0,773147	0,793493	0,8138	0,834184979	0,85453095	0,87487693
Nprovozní/T							
α	-7,50%	-5,00%	-2,50%	0,00%	2,50%	5,00%	7,50%
2014-2015	0,827361	0,849722	0,872083	0,89444382	0,916804917	0,93916601	0,96152711